

【論説】

「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

石 塚 明 人

論文要旨

- I はじめに
- II 市場株価と補正株価を参照した「公正な価格」
 - 1 「公正な価格」算出のための二種類の株価補正
 - 2 「ナカリセバ価格」算出のための「回帰分析的手法」
 - 3 「シナジー分配価格」補正のための「シナジー価格補正」
 - 4 「シナジー価格補正」にかける「簡便法」と「厳密法」
 - 5 「公正な価格」算出のための二基準間選択的行使
- III インテリジェンス事件における補正株価と「公正な価格」
 - 1 インテリジェンス事件の概要
 - 2 インテリジェンスとUSENの市場株価比率の推移
 - 3 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討
 - 4 小括と検討
- IV テクモ事件における補正株価と「公正な価格」
 - 1 テクモ事件決定の概要
 - 2 テクモとコーエーの市場株価比率の推移
 - 3 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討
 - 4 小括
- V まとめと検討課題
- 付録1 「回帰分析的手法」による株価補正のモデル選択検証結果
- 付録2 インテリジェンス事件：「ナカリセバ価格」の再検証結果
- 付録3 日本興亜損保事件における統合比率と市場株価比率

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申立事件(会社法786条2項, 798条2項, 807条2項)における「公正な価格」(同法785条1項, 797条1項, 806条1項)には, 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二種類あるの

が判例と通説になっている。この「公正な価格」として、いずれを採用すべきかについての決定に大きく影響するのは、当該組織再編において当事会社の企業価値が毀損されたか否かの判断であり、株式買取価格決定申立事件においては重要な争点の一つとなっている。

企業価値毀損有無の判定においては、明確な手法が確立されているとはいえず、近時の株式買取価格決定裁判でも企業価値の毀損有無の判定を明示しない最高裁決定もあり、また単純に市場株価の変動を観察する簡便な定量的判定資料を根拠とする下級審裁判例もある。市場株価の変動によって企業価値または株主価値が増加したか否かを「推測」することは、ある程度まで可能であると思われるが正確な方法とは言えない。特に、市場が情報効率的でない場合は組織再編に関連した重要な情報さえ市場株価に織り込み切れていない場合においては、そのような市場株価を使用して企業価値または株主価値の毀損有無を判定することは、技術的に困難であると言わざるを得ない。

そこで企業価値の毀損有無の判定をせずとも、株式交換比率や合併比率等の統合比率が公正と判定できれば、「ナカリセバ価格」(補正株価)と「シナジー分配価格」(補正株価あるいは市場株価)を両方算出した上で、単純に何れか大きい方を「公正な価格」にするという二基準間の選択的行使による価格決定方法を提案する。これは、シナジー分配が問題となる事案に限らず、全ての事案において適用することを意味する。本稿では、この定量的手法を過去の二つの株式買取価格決定申立事件に当てはめて検証し、問題点等を検討した。

分析結果から、インテリジェンス事件では「ナカリセバ価格」が、テクモ事件では「シナジー分配価格」が採用されるという結果となり、実際の裁判例と整合的である。ただし、テクモの差戻審高裁決定では市場株価が直接参照されているが、本稿では補正株価(「シナジー補正価格」)を採用すべきであると考え。一物一価あるいは無裁定の条件を基礎とした「シナジー補正価格」には経済的な意味があるうえに、公正とされる統合比率が織り込まれているから生の市場価格よりは、公正であるという法的な意義もあるからである。

I はじめに

株式買取価格申立事件の価格決定裁判において問題になるのは「公正な価格」(785 条 1 項, 797 条 1 項, 806 条 1 項)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」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「シナジー分配価格」という。）こととされている⁽¹⁾。

よって「公正な価格」には「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つあるのが通説になっている⁽²⁾。判例も学説を採用しており、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⁽³⁾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」は、株式買取請求権における「公正な価格」は「ナカリセバ価格」となる⁽⁴⁾。さらに、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」になるという⁽⁵⁾。すなわち、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ような場合は、「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」とするというのが通説となっている⁽⁶⁾。よって、「公正な価格」の決定に大きく影響するのは、企業価値または株主価値が増加または不増加、あるいは毀損されたか否かの判断であり、株式買取請求事件においては重要な争点の一つとなっている⁽⁷⁾。

しかしながら、企業価値または株主価値の毀損有無（あるいは増加か不増加）については、上場会社の場合であれば市場株価を利用して定量的手法がある程度活用可能であるとしても⁽⁸⁾、決定的な方法論が存在するわけではなく、むしろ「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。」⁽⁹⁾という学説からの批判がある。特に、企業価値毀損有無の判定については、市場株価の変動を観察して株主価値の毀損が推測されれば企業価値も毀損されている蓋然性が高いとしても、定量的に企業価値毀損有無の判定を行うことは技術的にも難しい点が指摘されている⁽¹⁰⁾。そこで、本稿では、企業価値または株主価値の毀損有無を判定せずに、どのような事案においても、とりあえずは「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」を算定しておき、その何れか大きいほうを「公正な価格」にすべきという簡便な方法を提案する⁽¹¹⁾。その際に、それぞれの価格を算出するために使用される株価補正の算出手法に

についての基礎的な説明をⅡ章において行った。その方法を二つの裁判例を題材としてあてはめ検証しており、Ⅲ章では裁判所から「ナカリセバ価格」が採用されたインテリジェンス株式買取価格決定申立事件⁽¹²⁾を、Ⅳ章では「シナジー分配価格」が採用されたテクモ株式買取価格決定申立事件⁽¹³⁾を題材にした。それら検証結果から、Ⅴ章では全体の議論をまとめ検討課題を提示した。なお、本文中には冗長となるが重要な分析資料となるものとして、注釈では記述しきれない具体的な計算例や分析結果など、やや技術的な数理法務に関する内容を数式や数字でわかるように巻末付録に補足説明したので必要に応じて参照されたい。

- (1) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務，2005）221 頁参照。神田秀樹『会社法・第 17 版』（弘文堂，2015）363 頁によれば、株式買取請求権制度の趣旨として、「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比喩的な表現になるが、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して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。神田教授によれば②「損害補填」において、「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が異なるという。さらに神田教授はこの二通りある「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」）と呼んでいる。「シナジー分配」事例では、企業価値は増加したが、統合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「比率不公正類型（類型Ⅱ）」になるとしている。
- (2) 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。
- (3) 藤田・前掲注(2) 282 頁参照。
- (4) 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）。
- (5) 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）。
- (6) 田中・前掲注(2) 80 頁，神田・前掲注(2) 4 頁，藤田・前掲注(2) 283 頁，江頭・前掲注(2) 866 頁。
- (7) 近時の最高裁決定では、「ナカリセバ価格」が認められたものとして、最三小決平成 23 年

4月19日・前掲注(4)と最三小決平成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）がある。一方、「シナジー分配価格」が認められたものとしては、最二小決平成24年2月29日・前掲注(5)がある。

- (8) 企業価値または株主価値毀損有無を判定するためにイベント・スタディ等の統計的手法の利用が提案されている。実際の裁判例を題材として実証分析し検討した論稿の1つとして、例えば拙稿「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頁がある。これらは、統計的推論が必要となる累積異常収益率（CAR）を指標としたイベント・スタディだけでなく、簡便な評価尺度として累積収益率（CR）をも活用して分析している。

- (9) 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。これは「シナジー分配価格」の算出に関連した指摘であるが、その理由として「『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様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。」という。つまり、弥永教授は、企業価値の増加分（シナジー）を定量的に算出することが困難であるという見解であり、これから判断するところでは企業価値の毀損有無に関しても定量的な判定は不可能に近いということになる。

裁判例を見ると、例えば最二小決平成24年2月29日・前掲注(5)においては、明示的に企業価値毀損の有無については判断していないし、差戻し後の東京高決平成25年2月28日・後掲注(3)においては、株式市場全体を示す市場指数とテクモ市場株価の変動を比較した定量的手法を判断資料の一つとして活用して、企業価値毀損の有無を一応は判断している。他の下級審においても、例えば、東京地決平成22年3月29日・後掲注(2)と東京高決平成22年10月19日・後掲注(2)は、もっぱら市場株価の変動（市場全体と比較して大きく下落したこと）を企業価値毀損の有力な判断根拠としている。つまり、企業価値毀損の有無を裁判所が判定することには特有の難しさがありそうである。

- (10) 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）31-33頁の「4-4 小括」において、株式買取価格決定申立事件における裁判所の価格決定に際して、市場株価を使用して企業価値または株主価値毀損有無を判断するための資料として活用したと思われる裁判例を検討している。同拙稿でも触れられているが、当事会社の上場株式の市場株価を利用した判断資料が有用となるのは株主価値の増加または不増加を判定する場合だけであるという。さらに、株主価値が不増加の場合、企業価値が毀損した蓋然性が高いとはいえ、企業価値毀損有無を判定する方法としては不正確な方法だとして理論的にあるべき方法を提示してはいる。同拙稿によれば、市場株価を観察する起点日については、組織再編の計画等が公表された日とすることで裁判例は固まってきたというが、観察の終点日（判定日）をどうするかは「公正な価格」の算定基準日（株式買取請求日）と整合させるか否かという点も含めて検討の余地があるという。

本稿で後掲するテクモ事件のように、株式買取請求日と取引最終日との間に1か月以上

あり、さらにテクモの市場株価が大きく変動したことから、一般論としては観察時点(株式買取請求日)が複数あるような場合を仮定すると、どの点を観察時点とするかによって、株主毎に買取請求日が異なれば、企業価値または株主価値毀損有無の判定結果も異なるということも理論的にはありえよう。

- (11) 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)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」とすると判示している。なお、同決定では、市場取引における最終取引日(効力発生日の直近の日)の終値が採用されている。学説としては、藤田・前掲注(2) 282-283 頁の「異なる算定基準の選択的行使」が主張されており、本稿においては「公正な価格」の決定方法として採用している。
- (12) 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)、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)、最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注(7)。
- (13) 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抗告審決定)、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(5)、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)。

II 市場株価と補正株価を参照した「公正な価格」

会社法の裁判過程で市場株価が利用される場面としては、金融商品取引法 2 条 17 項に規定する取引所金融商品市場に上場している株式(以下「上場株式」という。)の価格決定等の裁判があるが、前述したように株式買取価格決定申立事件など、会社法の裁判における紛争解決のために市場株価が参照される事案が近年増加している。組織再編の両当事会社が上場会社の場合であれば、株式買取価格決定申立事件においては、「公正な価格」を決定するために当事会社が発行する上場株式の市場株価を用いた価格算定の証拠資料が利用されることがある。そこでまず、市場株価を直接的あるいは間接的に利用して「公正な価格」を決定するための過程として、大きく以下の三つが考えられる。

- I 企業価値または株主価値毀損有無を判断する。
- II 企業価値が不増加の場合、「ナカリセバ価格」を「公正な価格」とする。
- III 企業価値が増加の場合、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れか大きいほうを「公正な価格」とする。

Iの「企業価値または株主価値毀損の有無を判断する過程」では、前述したように市場株価の変動から当該組織再編において、当事会社の企業価値または株主価値毀損の有無を判断するために定量分析の資料が使用される場合がある⁽¹⁴⁾。その結果から、IIまたはIIIを経て「公正な価格」が、「ナカリセバ価格」または「シナジー分配価格」の何れかとなる。Iで企業価値が不増加の場合は、IIの過程で「ナカリセバ価格」が「公正な価格」となり、増加の場合はIIIの過程では、シナジーが適正に分配された「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れか大きい方が採用されることになる。

IIIで「シナジー分配価格」が問題となる事案においては、株式交換比率や合併比率等（以下「統合比率」または「交換比率」ともいう。）が公正であれば、組織再編の両当事会社間株主におけるシナジー（企業価値の増加分）の分配が公正とされ、それを織り込んで価格形成された市場株価を直接参照し「公正な価格」とした価格決定をする裁判例が多い⁽¹⁵⁾。一方、IIの「ナカリセバ価格」の場合では、そもそも市場株価を参照するのが不適当な場合であり、「回帰分析的手法」によって補正した補正株価を参照すべきとする学説があり⁽¹⁶⁾、具体的には市場指数（市場インデックス）の収益率（リターン）を説明変数とするマーケット・モデルを採用した裁判例もある⁽¹⁷⁾。しかし、私見であるがシナジー分配が問題とされた事案であっても、市場株価を直接参照するのが不適切な場合があり、市場株価に対して補正（以下「シナジー価格補正」という。）が必要であると思われる⁽¹⁸⁾。

本稿では、「公正な価格」の決定過程として、IからIIIまでの標準的な過程を採用しない。詳細は後掲II章5節にて提示しているが、ここで簡単に触れると、Iの過程における企業価値または株主価値毀損の有無を判断するための定量的判定については行わない。すなわち、Iの過程を省略し、IIとIII両方の場合を前提として、「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出し、市場株価をも含めて「公正な価格」の決定方法を検討する。そこで先ずは次節において、「ナカリセバ価格」あるいは「シナジー分配価格」を算出するための二つの補正株価について検討する。

1 「公正な価格」算出のための二種類の株価補正

前述したように、「ナカリセバ価格」が問題となる事案については組織再編以

外の市場の一般的な価格変動要因を取り除くために、参照した市場株価を補正するか否かについては裁判所の合理的な裁量としつつも⁽¹⁹⁾、株価補正の方法論としては既に認識されている。一方、「シナジー分配価格」が問題となる事案であっても、市場株価を直接参照するのが不適切な場合には、前述した「シナジー価格補正」が必要であると考えられる。具体的には、組織再編における合併比率や株式交換比率が公正であるという前提で、補正後の株価比率が統合比率と一致する、すなわち一物一価となるような無裁定な価格を基準とした補正（以下「無裁定価格補正」という。）を行うべきとする見解も出ている⁽²⁰⁾。いずれにしても、市場株価をそのまま参照できない事情がある場合は、市場株価を補正する必要があり、本稿では「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」を算出する場合の二種類の補正株価があると考えている。

図表 2-1 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のための株価補正

\補正方法	株価補正の方法・目的	
	「ナカリセバ価格」	「シナジー分配価格」
	「回帰分析的手法」	「シナジー価格補正」または「無裁定価格補正」
	市場全体の変動との相関関係を前提とした株価の補正。	（公正な）統合比率を補正後の両当事会社株価に織り込ませる補正。
特色 （理論）	同一銘柄の異時点間の補正。市場全体の変動要因を補正する。マーケット・ポートフォリオとの相関関係を重視し、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。他方当事会社株価との相対関係（統合比率等）を補正する。一物一価または無裁定の条件を基礎とした価格付けのため、統計的推論が不要である。

「シナジー価格補正」あるいは「無裁定価格補正」では、公正とされる統合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、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。一方、「回帰分析的手法」においては、市場全体の変動を代理する市場指数等の収益率を説明変数とした回帰式により株価補正することから「無裁定価格補正」とは目的と機能を異にする⁽²¹⁾。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という⁽²²⁾。裁判過程における統計的手法の利用には学説からも問題点が指摘されてはいるが⁽²³⁾、「無裁定価格補正」は統計的手法を使用しないことから簡便であり、また統計的推定に関連した技術的な問題点⁽²⁴⁾もないという利点があると考えられる。

2 「ナカリセバ価格」算出のための「回帰分析的手法」

「公正な価格」の算定基準日を株式買取請求日として「ナカリセバ価格」を採用することは、組織再編の計画等が公表された日（起点日）から当該株式買取請求日までの期間において、当該組織再編を原因としない株価変動要因（例えば、市場全体の動向や業界特有の事情による）まで、株式買取請求を受ける会社が負担することになる。そこで、当該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）の影響を取り除くために、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必要がある⁽²⁵⁾。それによって計算された補正株価（あるいは「予測株価」ともいう。）は市場全体の株価動向を代表する市場指数等の収益率を基礎として算出される。その際に、ファイナンス理論における CAPM（資本資産評価モデル）を理論的な背景とするマーケット・モデルが利用されることが多い。このモデルでは、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、回帰モデル式は二つのパラメータをもった一次式で表される。このマーケット・モデルのパラメータを推定するために回帰分析といった統計的手法が使用されることから「回帰分析的手法」と表現されたと解釈できる⁽²⁶⁾。

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・モデルについてやや技術的な点を検討する⁽²⁷⁾。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。

$$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon \quad (2-1)$$

ここで、 α は定数項、 β が傾きを表す回帰係数、さらに ε は誤差項である。ま

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 α \ 回帰係数 β	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 (α 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 (β 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) $y = x + \varepsilon$

た, 説明変数 x としては, TOPIX や JASDAQ 指数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⁽²⁸⁾。この α と β 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 4 つのタイプに分類 (以下「モデル分類」という。) できる⁽²⁹⁾ (図表 2-2)。

この 4 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。本稿では, 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している。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, α と β 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をそれぞれ仮説検定することによって, 自動的に該当する回帰モデルが選択される⁽³⁰⁾ (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⁽³¹⁾, 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くらいであれば, 市場指数そのものを用いる手法が簡便で良いという論拠にたっている⁽³²⁾。本稿ではインテリジェンスとテクモの事案について「回帰分析的手法」を適用した「ナカリセバ価格」の検証を行っている。そこで使用されるべきモデルは市場指数補正(モデル 4)というモデル選択の結果になっている (回帰分析およびモデル選択の結果については巻末の「付録 1」を参照のこと)。

3 「シナジー分配価格」補正のための「シナジー価格補正」

「シナジー価格補正」は、①公表された統合比率が明らかに市場株価に織り込み切れていない場合や、②シナジーの分配が不適正であると裁判所が判断し、裁量で公正な統合比率が変更される場合など、二つの場合にその統合比率に基づいて「公正な価格」を算定し直すことを目的とする。前者を「株価補正目的」と呼び、後者を「株価再計算目的」と呼ぶものとする。両者とも、公正とされる統合比率を株価に織り込ませるような株価補正という点では共通しているが、前者は裁判所が統合比率を公正であると判断し、後者は不公正であると判断している点が大きく異なる。本稿では、その統合比率が公正であるという前提で、「シナジー分配価格」を補正する①の「株価補正目的」に使用する場合のみを検討対象とする。

前述したように、この「シナジー価格補正」をするための定量的手法として、統合比率に対して一物一価の法則を担保するような無裁定価格を基準として市場株価を補正（「無裁定価格補正」）することが提案されている⁽³³⁾。少なくとも、組織再編の両当事会社の株式が上場されている場合は、両方の市場株価の比率（市場株価比率）が経営統合における統合比率（裁判所が公正であると判断した場合）と一致するような株価の補正が必要であろう。何故なら、公正とされる統合比率こそが公正なシナジー分配を担保し⁽³⁴⁾、それが適正に織り込まれた株価こそが、シナジーが適正に分配された価格と考えるからである。

よって公正とされる統合比率という重要な情報が両当事会社の市場株価に織り込まれていない場合は、「シナジー分配価格」として市場株価を直接参照すべきではなく、適切な株価補正として「シナジー価格補正」をする必要がある。逆に言えば、統合比率が公正であり、その統合比率と市場株価比率が一致する場合、すなわち市場株価と補正株価が一致する場合は、統合比率という情報が市場株価に織り込まれていることになるから、「シナジー分配価格」として市場株価を直接参照しても良いことになる。しかし、統合比率と市場株価比率が完全に一致することは極めて稀であろうから、便宜的にはどのような場合であっても「シナジー価格補正」を算定した上で市場株価を代替し「シナジー分配価格」としてよいというのが本稿の提案である。

4 「シナジー価格補正」にかかる「簡便法」と「厳密法」

「シナジー価格補正」の計算方法として「無裁定価格補正」を使用する場合には、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計算方法（以下「厳密法」という。）と他方当事会社の市場株価に統合比率を乗じただけの計算方法（以下「簡便法」という。）の二通りがある⁽³⁵⁾（図表 2-3）。後掲の IV 章で紹介する、テクモとコーエーの事案のように、互いに資本関係のない独立当事者による共同株式移転の場合では、「厳密法」であっても定式化と計算は比較的容易である⁽³⁶⁾。しかし、共同株式移転や新設合併等以外の場合、すなわち親子会社間の株式交換や吸収合併等による経営統合に関しては、「厳密法」では計算が若干複雑になるということから「簡便法」による計算が良いとも考えられる。例えば、本稿の III 章で取り扱うインテリジェンスと USEN の事案のような完全子会社化を目的とした親会社による子会社の株式交換といった場合では、手間をかけて「厳密法」による計算をするよりもむしろ「簡便法」で近似する方が簡易で分かり易いという利点がある。また、「簡便法」は合併や株式交換の場合では、どちらか一方の当事会社の上場株式は市場取引が継続されるため⁽³⁷⁾、上場廃止となった他方当事会社の補正株価を算出することが可能であるという利点もある。

また、「簡便法」は「厳密法」に対する近似の関係にあり、これは完全子会社

図表 2-3 二つの「無裁定価格補正」（「シナジー価格補正」）と特色

＼	「厳密法」	「簡便法」（本稿の検証で使用）
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。

化の前に、既に相当数の株式を支配している親会社による吸収合併や株式交換の場合であれば、「厳密法」を採用しなくても近似的には「簡便法」で十分であろう⁽³⁸⁾。以下に本稿の検証で使用したインテリジェンスとテクモの「簡便法」による「シナジー補正価格」はそれぞれ以下の式で表すことができる。

$$\text{インテリジェンスの「シナジー補正価格」} = \text{USEN 市場株価} \times 238 \quad (2-2)$$

$$\text{テクモの「シナジー補正価格」} = \text{コーエー市場株価} \times 0.9 \quad (2-3)$$

これら「シナジー補正価格」は、インテリジェンスの場合は USEN の、テクモの場合はコーエーの市場株価を間接的に参照しているだけに過ぎないことに注意が必要である。公正とされる統合比率を補正株価に織り込ませるために、他方当事会社の市場株価を基準として当事会社の補正株価を算出しているにすぎない。この場合、インテリジェンスの株式交換を例とすれば、対価株式となる他方当事会社（USEN）の市場株価の価格形成が補正される当事会社（インテリジェンス）株式よりも、相対的に優れていることが前提条件となろう。株式交換比率が市場株価比率と大きく乖離する原因が、当事会社株式にあるのか他方当事会社株式にあるのか、それとも両方なのか不明であるところ、他方当事会社の市場株価を基準にして補正株価とする「簡便法」による補正株価を本当に選択して良いか悩ましいところではある。しかし、少なくとも両銘柄間で一物一価に基づく無裁定の条件が担保された補正株価は、経済的な意味もあるし、公正とされる株式交換比率が織り込まれていることから法的にも意義があると思われる。

ところで市場株価と「簡便法」による補正株価の間（レンジ内）に、当該「シナジー分配価格」が存在すると考えれば、統合比率が市場株価比率と乖離する場合においては、市場株価を下限値、「簡便法」による補正株価を上限値と考えることもできる。両当事会社の株価を同時に補正することになる「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。すなわちテクモの場合であれば、

$$\text{市場株価（終値）} 691 \text{ 円} < \text{「厳密法」} 709.8 < \text{「簡便法」} 714.6 \text{ 円}$$

という関係になる(後掲図表4-5参照)。「簡便法」は「厳密法」による補正株価の近似と考えることもできるが、両手法による補正株価間に大きな乖離があるようであれば、「シナジー補正価格」として「厳密法」を採用するべきである。もっとも、本稿では、「公正な価格」における二基準間の選択的行使に議論を集約するために、この「シナジー補正価格」の議論には踏み込まない。すなわち、「シナジー分配価格」については、「簡便法」による「シナジー補正価格」を補正株価として採用するものとする。

最後に補足になるが、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⁽³⁹⁾。特に問題になるのは、次節で紹介する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「公正な価格」とされた場合では、市場における偶発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⁽⁴⁰⁾。しかし、「ナカリセバ価格」であっても「シナジー分配価格」であっても、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よう⁽⁴¹⁾。

5 「公正な価格」算出のための二基準間選択的行使

II章の冒頭で提示した「公正な価格」を決定するための標準的な過程においては、企業価値または株主価値毀損有無の判定が難しいところ⁽⁴²⁾、日本の裁判実務でも「ナカリセバ価格」が問題となる事案なのか、それとも「シナジー分配価格」が問題となる事案なのか定量的にも定性的にも明確に区分できるものではなさそうである⁽⁴³⁾。さらに、市場株価を用いて企業価値毀損有無や株主価値毀損有無の判定を定量的に行うような場合は、公表された全ての情報が市場株価に織り込まれているというセミ・ストロング型の市場効率性(特に、情報効率性)が前提とされている。しかし、本稿のIII章(インテリジェンス事件)やIV章(テクモ事件)で二つの事案を取り扱うが、両事案とも株式交換比率または株式移転比率公表後における市場の情報効率性に若干の懸念があり、それ故両事案とも市場株価を直接参照せず、その市場株価を補正すべきという結論となっている。すなわち市場効率性の観点から、そもそも市場株価を用いた企業価値または株主価値の毀損有無の判定を定量的に行うことができるのかとい

う根本的な問題も存在している⁽⁴⁴⁾。

さらに別の問題点としては、企業価値または株主価値毀損の有無を判断するための判定日（観察終点日）をどうすべきかということである。仮に「公正な価格」の算定基準日と同一にするのが理論的に整合的であるとしても、株式買取請求日は買取請求をした株主毎に異なる場合もあるから、企業価値または株主価値毀損の判断も株主毎（あるいは株式買取請求日毎）に異なるということになってしまう可能性もある。もっとも学説には、企業価値または株主価値の毀損有無に関して使用される統計的手法（マーケット・モデル等）は、「ナカリセバ価格」を算出するための株価補正や損害額算定に使用されるものとは異なるとの見解もあり⁽⁴⁵⁾、特に両者間の整合性が問題とはされないようでもある。

以上の議論を斟酌すると、企業価値または株主価値毀損有無の判定には特有の難しさと問題点があることから、この判定を省略して「公正な価格」を決定するための方法論を検討する価値はありそうである。そうすると、「公正な価格」を決定するための過程は、以下に提示したように大きく二つの過程に単純化できる。

- 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ほうを「公正な価格」とする。

もっとも企業価値または株主価値毀損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などの統合比率における公正性の判断は必要である⁽⁴⁶⁾。統合比率が公正の場合はそのまま、不公正な場合は裁判所が公正と判断する統合比率（明示的に数値を提示できるのであれば）を用いて「シナジー補正価格」を算出することになる。全ての事案において、単純に株式買取請求日における「ナカリセバ価格」か「シナジー分配価格」（市場株価あるいは「シナジー補正価格」）⁽⁴⁷⁾かで大きいほうを採用するという簡便な方法である。これを式で表すと以下のようなになる⁽⁴⁸⁾。

$$\text{「公正な価格」} = \max (\text{「ナカリセバ価格」}, \text{「シナジー分配価格」}) \quad (2-4)$$

シナジー分配が問題となる場合では、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価

図表 2-4 二基準間の選択的行使による「公正な価格」の分類と株価補正の方法

価格 \ 補正の有無	株価補正無	株価補正有
「公正な価格」 (①と②の何れか大きい方)	①「ナカリセバ価格」 (企業価値が不増加)	市場株価 (市場が効率的であることが前提)
	②「シナジー分配価格」 (企業価値が増加)	「回帰分析的手法」 「シナジー価格補正」 または「無裁定価格補正」 (「厳密法」と「簡便法」)

格」の何れか高いほうを「公正な価格」とすると、反対株主に対して「いささか過剰な保護」を与えると指摘しつつも仕方がないという学説の見解がある⁽⁴⁹⁾。実際に、反対株主の株式買取請求が「ナカリセバ価格」なのか、「シナジー分配価格」なのか明確でないときは、同株主に有利な方を選択すべきことを明らかにした下級審裁判例もある⁽⁵⁰⁾。同決定(大阪地決平成 20 年 11 月 13 日)において、裁判所は「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ものと理解するのが申立ての趣旨に合致するものと解さざるを得ない。」と判示している。

「シナジー分配価格」をどのように決定するかについては、市場株価を直接参照する裁判例が多く学説からの批判もある⁽⁵¹⁾。その際に、複数日の市場株価を平均するという価格決定の事例が圧倒的に多いが⁽⁵²⁾、株式買取請求日における単日の市場株価を直接参照し「公正な価格」とする事例もある⁽⁵³⁾。「ナカリセバ価格」の決定においては、補正するかどうかについては裁判所の裁量であると明確に示されている⁽⁵⁴⁾。シナジー分配が問題となる事案においても、市場株価がそのまま採用できない事情があり、かつ適切な補正方法であると裁判所が判断する場合は、その射程は「シナジー分配価格」にも及ぶと考える良いように思われる。「シナジー分配価格」も「ナカリセバ価格」と同様に株価補正が必要な場合もあろう。

学説の中には、株式買取請求制度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をするものが見られ、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に着目する見解が増えつつあるという⁽⁵⁵⁾。本稿でも「チェック機能」を重視し、組織再編が公表された後の、あるべき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」と「ナカリセバ価格」で挟まれた価格帯になるが、それから逸脱した市場株価の価格形成が行われていないか、事後的なチェックが必要であると考ええる。その価格形成に問題があるような場合には、適切な株価補正を行い反対株主に救済を与えるという考えに立つが、これも先の学説と整合的であると思われる。この市場株価の事後的なチェックとして、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 公正とされる統合比率から市場株価比率が乖離した価格形成となっていないか。

本稿では、この二つのチェックにおける基準値またはベンチマークとして、前述した二つの補正株価を使用することになる。すなわち、①の場合は「ナカリセバ価格」で②の場合が「シナジー分配価格」を算定するための株価補正が適用されることになる。何れか大きい価格を保障することにより、具体的な形で反対株主に救済を与えることになるといえよう⁽⁵⁶⁾。

(14) 拙稿（ソフトロー研究 21 号）・前掲注(8) 1-60 頁では、累積異常収益率（CAR）を指標として、イベントの株価への効果の要因分析や相対株価（市場株価比率）の分析など多面的な定量分析が行われている。

(15) 「シナジー分配価格」によって「公正な価格」を決定する場合に市場株価を直接参照した裁判例が多いことに対しては学説からの批判がある。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）59 頁によれば、特に裁判所が信用しているであろうセミ・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。さらに、江頭・前掲注(2) 21 頁注(11)によれば、「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」ともいう。

(16) 弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」『会社法判例百選（別冊ジュリスト 180 号）』[江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編]（有斐閣，2006）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(2) 293 頁，田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室 350 号（2009）70 頁，神田・前掲注(2) 12 頁。

(17) 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注(12)（インテリジェンス事件高裁決定）によって「回帰分析的手法」による株価補正から「ナカリセバ価格」が算出された。弥永真生「上場株式の買取価格」『会社法判例百選・第 2 版（別冊ジュリスト 205 号）』[江頭憲治郎＝岩原紳作＝

神作裕之＝藤田友敬編] (有斐閣, 2011) 181 頁によれば, 「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。」という。また, 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収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「株式買収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 頁に記述がある。

(18) 拙稿「株式買収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 頁参照。同拙稿では, 公表された統合比率が明らかに市場株価に織り込まれていない場合や, シナジーの分配が不適正であると裁判所が判断し, 裁量で公正な統合比率を変更し, その統合比率に基づいて「公正な価格」を算定しなおす場合に「無裁定価格補正」(「シナジー補正価格」)を使用すべきであるという。これは統合比率に対して補正後株価が一物一価の法則を担保するような無裁定の価格を公正の基準として市場株価を補正する計算手法である。さらに, 同拙稿では, 共同株式移転の事案であるテクモ事件を題材として, 同事件最高裁決定で公正とされた株式移転比率を前提とするシナジー分配が, 参照する市場株価に対して適正に織り込み切れていない可能性があるとし, テクモおよびコーエーの市場株価の補正を行う必要があると主張している。

(19) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注(4)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収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」ことも裁判所の合理的な裁量に委ねられていると判示している。

(20) 拙稿 (ソフトロー研究 24 号)・前掲注(18)12-14 頁参照。

(21) また「シナジー価格補正」あるいは「無裁定価格補正」では, 組織再編における統合比率といった株主価値に直接的な影響を与える重大な情報を市場株価に織り込ませるように, 株式買収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市場株価を同時に補正するものである。公正とされる統合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, 市場株価比率という異銘柄株式との相対的な価格水準の補正をする点で, 市場株価の絶対的な価格水準の補正方法である「回帰分析的手法」を用いた株価補正とは目的と機能を異にするといえよう。

(22) John Y. Campbell＝Andrew W. Lo＝Craig Mackinlay 著 (祝迫得夫＝大橋和彦＝中村信弘＝本多俊毅＝和田賢治訳)『ファイナンスのための計量分析』(共立出版, 2003) 355 頁参照。

(23) 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。森田果「会社訴訟における統計的手法の利用——テクモ株式買収請求事件を題材に——」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する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、若干の懸念が示されている。

- (24) 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 (empirical analysis)』（日本評論社，2014）17-18 頁において、統計的手法における客観性の問題点が指摘されている。
- (25) 弥永・前掲注⑥191 頁によれば、「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、回帰分析の手法を用いて修正するのが妥当である。」という。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 頁によれば、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は、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から、「公正な価格」の算定に当たって考慮し、補正すべきという。補正すべき要因としては、松井教授は「当該組織再編以外の事情」と広く表現しており、弥永教授は、「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」と例示している。両学説では、具体的なモデルまでは言及していないが、田中亘「株式の買取・取得価格決定の意義と課題」MARR 178 号（2009）11 頁において、もっとも単純なマーケット・モデルによる単回帰分析を用いて株価を補正し「ナカリセバ価格」を算出する具体的手法が提唱されている。それによれば、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。」と指摘されている。また一方で、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 7 頁によれば、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、必ずしも日経平均・TOPIX のような市場全体の株価指標に限られるわけではないと、もっと広く柔軟にとらえる見解もある。つまり、CAPM 型のマーケット・モデルにこだわらず、相関関係あるいは決定係数といった当てはまりを重視した統計モデルで良いとも解釈可能である。
- (26) 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。
- (27) 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が行われている。本稿では、後掲の図表 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している。

- (28) 本研究における検証作業において用いる市場株価や市場指数等の「収益率」は、市場株価や市場インデックス(市場指数)の日次データによる対数収益率によって計算している。この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、日次の変動率(キャピタルゲイン)のみで計算している。
- (29) 拙稿(ソフトロー研究 20 号)・前掲注⑫131-132 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、本稿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。なお、株式買取請求に関連した価格決定である、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注⑫(インテリジェンス事件高裁決定)では、本分類における「モデル 2 (β 回帰補正)」の回帰式、つまり定数項がないタイプのモデルが採用されている(図表 2-5)。

図表 2-5 これまでの会社法価格決定裁判で採用された回帰モデルのタイプ

定数項 α \モデル	単回帰モデル 回帰係数 $\beta \neq 1$	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 (β 回帰補正) $y = \beta \times x + \varepsilon$ (判例: インテリジェンス事件)	該当なし

さらに、上場子会社を完全子会社化(親会社による子会社の 100%子会社化)するために全部取得条項付種類株式(会社法 108 条 1 項 7 号)を用いた株式取得(以下「全部取得」という。)に反対する株主から株式取得価格決定申立(会社法 172 条 1 項)がなされた裁判で、「客観的価値」を算出するために「回帰分析的手法」が近時下級審裁判所から認められている。その裁判例の一つである、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)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ている。その回帰モデルを分析したものとしては、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『回帰分析的手法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号 (2015) (掲載予定)において裁判所に採用されたと思われる回帰モデルを再現し検討がなされている。また、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)では、全部取得(あるいは公開買付け)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と業種業界特有の株価変動要因の両方を考慮した重回帰モデル(説明変数が二変数)を使用した補正株価によって算出された「客観的価値」が裁判所から認められている。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)」と呼び区別するものとする(図表 2-5)。また、重回帰モデルが採用された東宝不動産事件では、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。

- (30) 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、本稿においては α と β の両仮説検定とも両側検定で有意水準は 5% としている。
- (31) 巻末の「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」のモデル選択結果を見ると、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のモデル 4 という結果となっている。
- (32) 拙稿（ソフトロー研究 20 号）・前掲注②7132 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 α と β 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。
- (33) 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注⑬12-14 頁参照。
- (34) 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 頁によれば、株式対価の組織再編の場合は、シナジの経済価値はその有する株式の経済価値として享受することができるので、当事会社の株主間でシナジが適正に分配されているかどうかは、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であるかどうかの問題に帰着するという。
- (35) 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 頁によれば、「統合の相手方会社の株価に統合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」とあり、理論株価の算出式は「理論株価＝相手方会社の株価×統合比率」となり、本稿でいう「簡便法」を採用しているようである。
- しかし、例えば株式交換比率が不公正なもののから公正なものへと変更されるような場合、それに対応する両当事会社の理論株価を再計算する場合には、株式交換比率が変わることによって発行予定株式数が変化するから希釈化（あるいはその逆の現象）などの問題が生じるという学説からの指摘がある。杉田貴洋「株式移転比率の公正性と取締役の責任」法学研究 85 巻 11 号（2012）119-120 頁では、共同株式移転における会社法 429 条の損害賠償請求事件（巻末の「付録 3」の日本興亜損保事件を参照されたい。）に関連した事案で、不公正な株式移転比率の決定に対する損害賠償請求額を算出する際には、希釈化を加味した株価を算定し、これを基準として損害額を計算する必要があると鋭い指摘がされている。株式交換比率の変更前後で当事会社の時価総額合計が不変になるような補正株価（「厳密法」）を導入すれば希薄化の問題は解決すると思われる。よって希釈化が無視できない事案においては、本稿で提案する「簡便法」が不適切な場合もあり、特に損害額の算定においては、株価の補正前後で時価総額合計が不変になるよう担保し、希釈化を調整する（と思われる）「厳密法」を採用すべきということになろう。
- (36) 「厳密法」における具体的な定式化は、拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注⑬41-43 頁（巻末の「付録 1」）にある。同拙稿では、テクモ事件を題材として、VWAP ベースの「厳密法」で株価補正をしているが、本稿では議論を分かりやすくすることから、終値

ベースの「簡便法」を採用している。ここで、VWAP とは、Volume Weighted Average Price (出来高加重平均価格) の頭文字をとったものであり、ある営業日において株式市場で成立した価格を価格毎の売買高で加重平均した一日の市場価格であり、当該営業日における売買高加重平均価格ともいう。

- (37) その一方で、共同株式移転の場合は、両方の当事会社は株式移転完全子会社であり、共同持株会社が設立されるまでは上場株式は上場廃止となり、市場株価が存在しなくなるから、その後は「簡便法」と「厳密法」に限らず、株価補正ができないことに注意が必要である。
- (38) 本稿では、新設型(共同株式移転)あるいは吸収型(吸収合併や株式交換)の何れのタイプの経営統合あるいは組織再編の場合でも適用可能で計算も簡便な「簡便法」を採用し検証している。組織再編での消滅会社の時価総額が、存続会社の時価総額に比較して小さく、組織再編の計画を公表する時点で消滅会社の大半の株式を取得しているような場合であれば、「簡便法」と「厳密法」との間の差額は小さいと考えられる。また、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 頁では、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) を題材に「簡便法」による株価補正の検証を行っている。さらに、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) 33-68 頁では、完全子会社化の事案である東京地決平成 22 年 3 月 30 日・後掲注⑤(ダブルクリック事件)と独立当事者間における吸収合併の事案である大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・前掲注⑪(あおみ建設事件)を題材に「簡便法」による「シナジー価格補正」を適用して検証を行っている。
- (39) 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) 78 頁では、「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 を参照することによってある程度防止が可能であるという。
- (40) 飯田秀総「最高裁判所民事判例研究 (民集 65 巻 3 号)」法協 130 巻 12 号 (2013) 292 頁参照。また、関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会, 1983) 259 頁によれば、「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。」というように、会社側の株価操作を懸念する見解もあった。
- (41) 過去の下級審における株式買取価格決定事件で市場株価を参照して価格決定をする場合、その市場株価の形成において、「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事由」がなければ、「公正な価格」の算定に当たって、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明確に判示する裁判例もある。例えば、東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁、大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・前掲注⑪63 頁、大阪地決平成 22 年 3 月 30 日 (ダイワボウ情報システム事件)・後掲注⑤236 頁、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)、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)などがある。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、公表された統合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と予想される。

- (42) 企業価値または株主価値の毀損有無についての判定のための資料として定量的な分析が研究されている。その際の評価指標(累積収益率や累積異常収益率)を算定するために両当事会社の市場株価が使用されることが多い。しかし、当該組織再編がシナジーを生み出すものかどうかは神のみぞ知る領域であるところ、仮に正のシナジーが生み出されるとしてもそれが適切に市場株価に織り込まれるかどうかは別の問題である。よって、市場株価を使用して企業価値または株主価値の毀損有無について定量的に分析しようとする試みは、判断材料を構成する重要な一資料とはなりうるが、分析結果の解釈については吟味が必要となろう。

- (43) 神田・前掲注(3)55 頁参照。神田教授によれば、「日本の実務の現状は類型Ⅰか類型Ⅱかをめぐってなお混乱がある」ように見えるという。

- (44) 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 頁によれば、「企業価値の毀損の有無をその会社の株価の市場価格によって判断することは、ともすれば当然視されがちであるが、少なくとも理論的には、いくつかの問題がある。」という。その問題点はいくつか提示されているが、その一つとして「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。」とあるのが興味深い。

- (45) 神田・前掲注(3)52 頁によれば、「イベントスタディでマーケットモデルの利用が有益であるということ、マーケットモデルに基づくナカリセバ価格の推測が企業価値の毀損の額を算定する方法として有益であるということとは、イコールではありません。」という。これは、定量的な手法を適用する場合において、企業価値または株主価値毀損有無を判定するためのモデルと「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」で使用されるモデルは一致しないという見解をとっている。そこで本稿では、両者を切り離して、企業価値の毀損有無を判定せずに、「公正な価格」を算定するための定量的手法を検討することになる。

- (46) 統合比率の公正性については、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(5)(テクモ事件最高裁決定)で明確に判断基準が示されている。最高裁によれば、「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。」と判示している。この内容から公正性を判断することについては困難ではないだろうと思われる。ただし、不公正であると判断したときに、果たして裁判所が公正とする統合比率を提示できるのかということが問題となろう。

- (47) なお、「シナジー分配価格」については、市場株価と補正株価(「シナジー補正価格」と

の選択が問題となる。詳細は触れないが、理論的には「シナジー分配価格」は、市場株価と補正株価を上下限とする価格帯に存在していると考えられるが、本稿では、「簡便法」による「シナジー補正価格」による補正株価を「シナジー分配価格」として採用するものとする。

- (48) 式 (2-4) の max 関数は、 $\max(a, b)$ のとき変数 a と変数 b の何れか大きいほうをとると定義する。このような選択的行使によるペイオフは、市場株価を原資産とした金融オプションとしての価値があることを意味するから、それを無償で株式買取請求権を行使した株主に提供することになればそのオプションの経済的な価値は市場株価に織り込まれる可能性は高い。

- (49) 藤田・前掲注(2) 283 頁。藤田教授によれば、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。本稿では、この「異なる算定基準の選択的行使」を採用することになるが、この選択行使は、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。さらに、同論文 283 頁によれば「いささか過剰な保護を与える感がすることは否めないが、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。」という。

また、金融・商事判例 1339 号・前掲注(1)58 頁によれば、この選択的行使の解釈としては、「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るという制度上の枠組み、買取価格の算定基準が株主に異なる」といったように、4 点ほどが指摘されている。

- (50) 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・前掲注(1)。それに対して、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 頁によれば、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であろう。」という見解もある。もっとも、株式買取価格決定を申立て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、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ろうから、濫用を懸念するほどのインセンティブは少ないように思われる。

- (51) 江頭・前掲注(1)560 頁によれば、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批判している。

- (52) 上場会社間の組織再編において「シナジー分配価格」が採用され「公正な価格」として複数日の市場株価が参照されその平均値を決定価格とした裁判例としては、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）、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）、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)、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)、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)、大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事 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)などがある。

- (53) 上場会社間の組織再編において、「シナジー分配価格」が採用され「公正な価格」として単日の市場株価が参照され決定価格とされた裁判例としては、大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・前掲注(11)(あおみ建設事件)、東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注(13)239 頁(テクモ事件差戻審高裁決定)などがある。
- (54) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注(4)やそれを引用した最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注(7)では、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した市場株価に補正を加えることが裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるとしている。
- (55) 藤田・前掲注(2) 276 頁参照。さらに、「新会社法のもとでの株式買取請求権は、あるべき企業再編条件を想定し、それから逸脱した企業再編が行われた場合に反対株主に救済を与えるという性格があり、……」という。
- (56) 理論的には、組織再編の株主総会決議に反対する株主(反対株主)に与えられたこの選択的行使は、金融オプションとしての価値がある。式(2-4)で定義されているのは、株式買取請求日における請求権行使株主のペイオフであり、この期待値を現在価値で割り引いた価値から現在の市場株価を差し引いたものが、オプション価値となる。この経済的な価値があるオプションを反対株主に無償で与えることになるから、藤田・前掲注(2) 283 頁でも指摘されているように、反対株主にいささか過剰な保護を与えてしまわないかが問題となりうる。実際に、経済価値を算出し、市場株価の水準と比較してどの程度かを定量的に分析する価値はあるが、今後の検討課題とする。

III インテリジェンス事件における補正株価と「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⁽⁵⁷⁾(以下、本章では「本件」という。)では「ナカリセバ価格」が認められ、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」による市場株価の補正が採用された事案である⁽⁵⁸⁾。しかし、近時の学説においては、その価格決定における判断の妥当性に疑問を持ち、同事案はシナジー分配が問題とされる事案ではなかったのかという見解もある⁽⁵⁹⁾。本件では、前述したように「ナカリセバ価格」が採用され「シナジー分配価格」が問題とされた事案ではないが、ここでは本件を題材として、「シナジー価格補正」の「簡便法」によって「シナジー分配価格」を算出し、それと「ナカリセバ価格」との何れか大きいほうを「公正な価格」とする

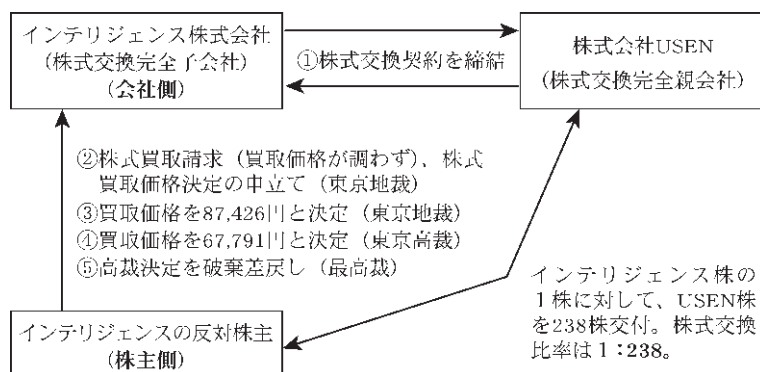
二基準間の選択的行使説の検証を行う。

1 インテリジェンス事件の概要

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（以下「本件株式」という。）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、裁判所に本件株式の買取価格の決定を求めた。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。

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、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 日に臨時株主総会で株式交換の承認決議がなされた後、JAS-

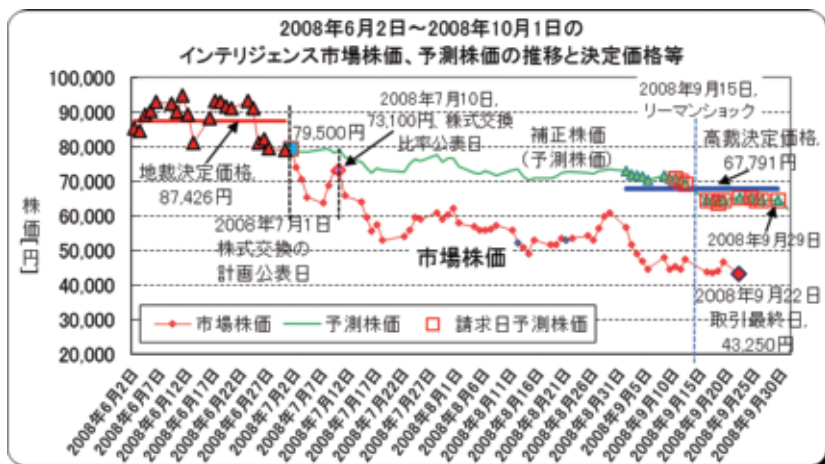
図表 3-1 インテリジェンス事件の概要図



DAQ 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 日には上場廃止となった。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 3-2）。

東京地決平成 22 年 3 月 29 日では、「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 か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、本件株式 1 株あたりの買取価格を 87,426 円とした（図表 3-2）。

図表 3-2 インテリジェンス株価の推移⁽⁶⁰⁾と裁判所決定価格等



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「ナカセバ価格」として採用されている。

東京高決平成 22 年 10 月 19 日では、「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 ヶ月間の予測株価の単純平均で計算し、本件株式 1 株あたりの買取価格を 67,791 円と決定した。

最三小決平成 23 年 4 月 26 日では、「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⁽⁶¹⁾、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。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」として是認している。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に「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、およそ 64,290 円(2008 年 9 月 25 日)～70,727 円(2008 年 9 月 10 日)の範囲⁽⁶²⁾となっている(図表 3-2 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)の価格が 43,250 円となり、それに対して大よそ 20,000 円程度上方への補正となっている。

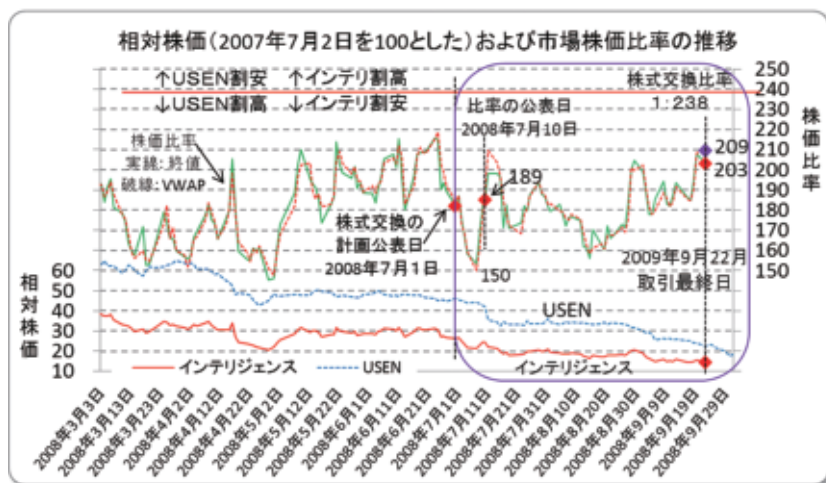
本件で「ナカリセバ価格」の算出において「回帰分析的手法」が採用されたことについては、学説には少し安易に認めすぎたのではないかという見解もある⁽⁶³⁾。決定係数で示される回帰モデルの当てはまりは良いとは言えず(決定係数が低い)、必ずしも回帰分析による回帰式を使用するまでもなく、あくまで私見ではあるが市場指数(JASDAQ 指数)の収益率をそのまま使用し補正しても良いのではないかという研究結果を報告している⁽⁶⁴⁾。また回帰係数 β の推定値においても、統計的に有意に 1 と異なるとは言えない結果となり、その点の検証については巻末の付録 1 に掲載したが、さらなる検証と考察に関しては今後の課題となろう。

2 インテリジェンスと USEN の市場株価比率の推移

本件の高裁決定によれば株式交換比率は客観的に合理的なものであることが疎明されたと裁判所は判断していることから、この公正な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⁽⁶⁵⁾、「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。そこでまずは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観察する必要がある。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、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。

この市場株価比率が公表された株式交換比率を大きく下回る（インテリジェンスが割安で USEN が割高）状態で推移し、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

図表 3-3 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 3-4 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		統合比率 238 に 対する乖離
		平均	標準偏差	
終値ベース	50	181.8	12.4	-4.52
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ている。また表中の「統合比率 238 に対する乖離」は、市場株価比率の平均から統合比率 238 を引いた値を標準偏差で割った値として算出している。この乖離の絶対値が大きいくほど、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（後掲図表 4-4）と比較しても株式交換比率に対する乖離が大きいのといえよう。

（1：238）にさや寄せされるような傾向が弱いようである⁽⁶⁶⁾（図表 3-3）。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している。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傾向もみられるが、株式交換比率の 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といえよう。

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 株式は空売りのできる貸借銘柄⁽⁶⁷⁾ではなく、割高な USEN 株式の売りと割安なインテリジェンス株式の買いという裁定取引ができなかったことが最大の原因であろう⁽⁶⁸⁾。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困難であったといえよう⁽⁶⁹⁾。つまり、本事案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「空売り制約」から価格裁定が機能しなかったことが、株式交換比率と市場株価比率とに大きな乖離を生み出した原因の一つと考えられる。このことから、少なくとも他の会社を買収しようという会社においては、自社の上場株式が空売り可能な「貸借銘柄」

に採用されているべきであろう。空売りができないことで、当該上場会社の市場株価は他方当事会社の市場株価と比較しても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のは公正な状態といえるか疑問である⁽⁷⁰⁾。特に本件の場合は、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案であればなおさらである。

3 「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と考えられる。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ろう。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⁽⁷¹⁾。

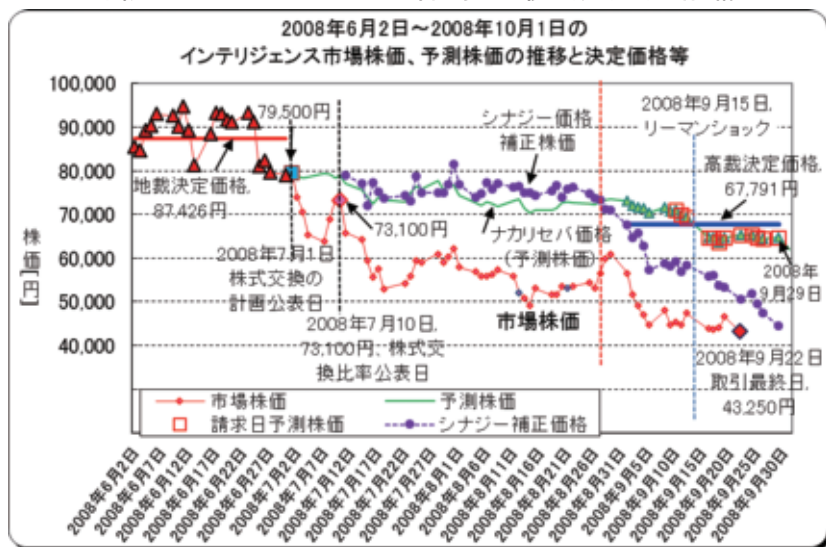
$$\text{インテリジェンス補正株価} = \text{USEN 市場株価} \times 238 \text{ 株} \quad (3-1)$$

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 と一致することは式（3-1）から自明である。また、補正株価と USEN 市場株価の変動は完全に相関し、株式交換を受け入れ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は、インテリジェンスの株式 1 株に対して USEN 株式が対価として 238 株受け取ることの蓋然性は高い。よって、株式交換を受け入れるインテリジェンス株主にとって保有株式の実質的価値は、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 株相当が実質的な対価価値といえよう。

次に、式（3-1）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 3-5）。「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ことになる。つまり、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 3-5)。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」が大きく下げ始めた。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」も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」の両補正価格の乖離が拡大している(図

図表 3-5 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、帰帰式「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」の乖離は他事業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)の何れか大きいほうを採用すると、「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。

表3-5)。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かのような価格推移がみられる。

グラフの推移（図表3-5）からも数値（図表3-6）からも明らかであるが、反対株主によって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、

「ナカリセバ価格」 > 「シナジー補正価格」 > 市場株価

図表3-6 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 (①/②)	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	② USEN				
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、最高裁決定補正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。

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ているような場合（図表 3-3 または図表 3-4）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。二基準間選択的行使を適用すれば、「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期間内においては高い価格で推移しているから⁽⁷²⁾、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になるのが興味深い。

4 小括と検討

インテリジェンス事件では、裁判所は株式市場全体と比較し、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」を採用している。それに対して、神田教授は、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（神田教授は「類型Ⅱ（比率不公正事例）」と呼んでいる。）であったといえなくはないという⁽⁷³⁾。実際のところ、インテリジェンス市場株価の下落要因としては、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中、この疑問は全くもって検討の価値がある。

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」の何れか大きいほうを「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」に反映されることになるから、多くの場合で、

$$「ナカリセバ価格」 > 「シナジー分配価格」$$

という関係になると思われる。一方、仮に企業価値が増加していて、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。本事案の場合は、株式交換比率と市場株価比率が大きく乖離していることから、少なくとも統合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よう。

そう考えると、そもそも本事案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よう。仮に、シナジー分配が問題とされる事案であって、株式交換比率が公正であるとしても、多くの裁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を採用すべきであろう。本件では、企業価値の毀損が認められ、「ナカリセバ価格」が問題とされる事案である。「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が採用された。少なくとも、生の市場株価を直接参照せずに、価格決定したという点で裁判所の判断は適切であったと考えられる⁽⁷⁴⁾。また、同手法を主張した会社側も、回帰モデルにおける技術的な点で若干の批判はあるにしても⁽⁷⁵⁾、一定の評価は可能であろう。

本事案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かと思われる「回帰分析的手法」による株価補正が予備的な主張ながら会社側からなされたことであろう。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に対する会社側の反論として「回帰分析的手法」による補正株価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」の両方を算定しておく価値はある。特に、企業価値毀損有無の判定が微妙な場合には無理に判定しようとせず、とりあえずは統合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」の両方を算定し、何れか大きいほうを「公正な価格」とするのがもっとも簡便で現実的であると思われる。しかしながら、前述したように、このような方法は少数株主に対してはいささか過剰な保護になるという学説からの懸念も指摘されてはいる⁽⁷⁶⁾。

57) 東京地決平成 22 年 3 月 29 日・前掲注(12)、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注(12)、最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注(7)。

58) 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（ソフトロー研究 19 号）・前掲注(17)57-58

頁や拙稿(青山社会科学紀要 41 巻 1 号)・前掲注⑦155-188 頁を参照のこと。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)・前掲注⑦95-135 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。

- (59) 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。
- (60) 本稿で提示する市場株価等を用いた分析においては、特に断りのない限り TOPIX、日経平均株価、および個別銘柄株価(終値などの四本値)等の日次データ(配当を含まない)は、全て日経 NEEDS-FinancialQUEST: Version 2.1 より入手した。また、本稿で参照する日次 VWAP の値は、直接データとして取得する終値等とは異なり、同日の売買代金と出来高のデータを用いて、「 $VWAP [円] = \text{売買代金} [円] / \text{出来高} [株数]$ 」の算式により計算している。
- (61) 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(4)がある。
- (62) 同最高裁の補足意見では、抗告人(株主)ら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同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)をそれぞれ引用している。
- (63) 神田・前掲注③350 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」私法判例リマックス 43 号(2011) 101 頁によれば、「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。」という批判もある。
- (64) 拙稿(ソフトロー研究 20 号)・前掲注⑦118-119 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。同様の資料は、本稿巻末の「付録 1」における回帰分析の結果としても提示した。
- (65) 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用いただけの定量的手法については、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どうかは依然として不明である。
- (66) テクモとコーエーの事案(後掲図表 4-3)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統合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。

- (67) 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です。」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)銘柄は、「信用銘柄」と呼ばれ区別される。
- (68) 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。
- (69) 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株主には、裁定機会があることを知らない可能性が高いものと思われる。
- (70) 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(後掲図表4-3参照)。
- (71) 太田・前掲注⑤48頁における「統合の相手方会社の株価に統合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という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ことに注意が必要である。
- (72) ただし、おおよそ7月と8月の2か月の期間において、三つの価格は、
「シナジー補正価格」 > 「ナカリセバ価格」 > 市場株価
の大小関係となっていることに注意が必要である(図表3-5)。9月に入ってから、
「シナジー補正価格」と「ナカリセバ価格」の大小関係が逆転したことになる。
- (73) 神田・前掲注⑥154頁によれば、インテリジェンス事件については、「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」という。ここで類型 II とは「比率不公正類型」ともいうが、シナジー分配の公正さが問題となるとき交換比率等が不公正であるがゆえに、分配が不公正で株主価値が毀損した場合の類型である。さらに、神田教授によれば、テクモ事件が類型 II における株主価値毀損の有無を問題とすべき事例であったか否かは、必ずしも明らかではないという。また、神田・前掲注⑤9155 頁注 (22) によれば、「インテリジェンス社事件において完全親会社となる U 社の企業価値が株主総会における比率決定に際して正しく算定されていなかったと仮定してみると」、「極端な仮定」になるかもしれないと注意を喚起しつつも、USEN の市場株価を参照しつつ、インテリジェンス株式の「公正な価格」を約 71,000 円と算定している。この算定の基礎となるのは、株式交換比率の 1 : 609 であるが、実際の事案では 1 : 238 であるから、これを修正したことになる。ただし、この修正された 1 : 609 の交換比率から 71,000 円をどのように導出したか具体的な計算方法が公開されていないため不明となっている。

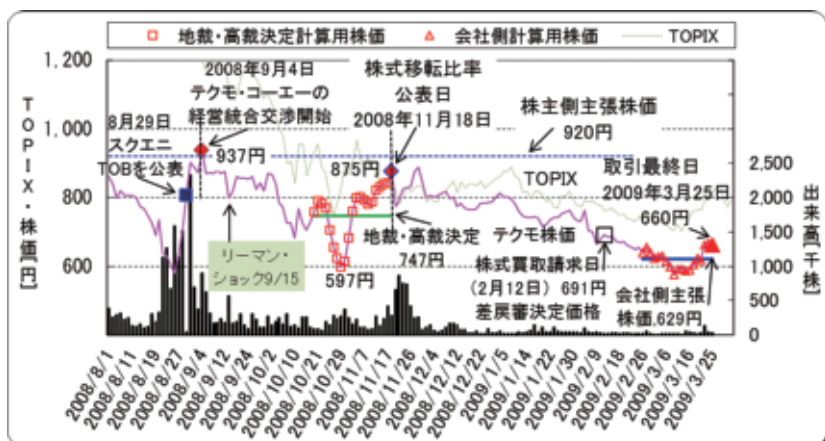
(74) 神田・前掲注⑤353 頁によれば、神田教授は高裁がマーケット・モデルを採用したのは画期的なことであると評価しているようである。

(75) 神田・前掲注⑤353 頁にて、神田秀樹教授は「回帰分析的手法」についてマーケットモデルを採用したところまでは良いとしつつも、「当事者が提出した式にそのまま乗かって結論を出すのではなく、もう少し検証するなどの方法はなかったのだろうか」という疑問点を持っている。その点回帰モデル式におけるパラメータ制約(定数項の有無)といった技術的な点で学説から批判がある。例えば、森田・前掲注④470 頁によれば、株価補正のための回帰モデルを使用したインテリジェンス事件の高裁決定について、「切片なしモデルは、切片がゼロであるべきだという強い理論的根拠がない限り使うべきではない」と批判しており、さらに「切片なしモデルを使うことによって、推定値にバイアスが発生してしまう。」という欠点も指摘されている。

(76) 藤田・前掲注(2) 283 頁参照。

IV テクモ事件における補正株価と「公正な価格」

前章では、企業価値または株主価値の毀損が有ったと裁判所から判定されたインテリジェンスの事案について、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きいほうを「公正な価格」とするという価格決定方法の検討を行った。本章では、企業価値も株主価値も毀損が無いと裁判所から判定されたテクモの事案について同様の分析を行う。

図表 4-1 テクモ株価推移⁽⁷⁷⁾，決定価格および両当事者の主張価格等

1 テクモ事件決定の概要

東京地決平成 22 年 3 月 31 日では，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であると判断しており，「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。また，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 円となっている（図表 4-1）。

東京高決平成 23 年 3 月 1 日によれば，企業価値または株主価値の毀損についての判断は，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，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。」としている。よって，「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，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。

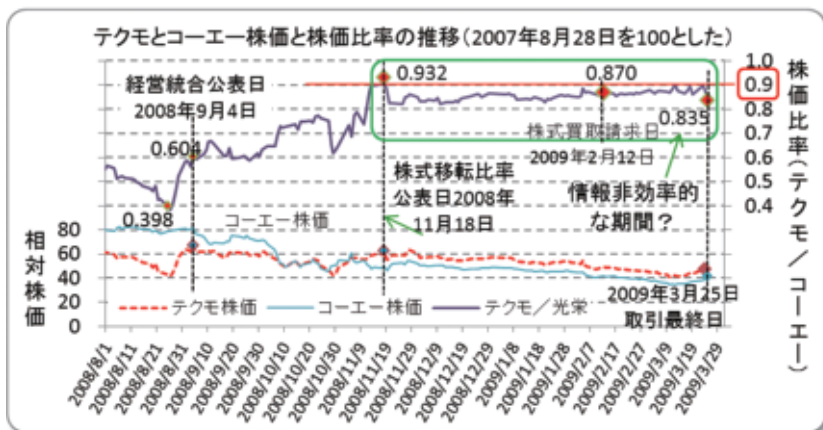
最二小決平成 24 年 2 月 29 日では，明示的に企業価値の増加があったと判示

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とした。これを受け、東京高決平成25年2月28日では、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。

2 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まで上昇している。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にさや寄せされるような動きになるはずである。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と図表4-3)、統合比率がさや寄せしきれていないようである。市場株価比率が0.9を下回るということは、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」をすると、テクモ株は上昇で、コーエー株は下落へと補正されることになる。

図表4-2 相対株価(終値)及び市場株価比率(終値ベース)の推移



図表 4-3 市場株価比率（テクモ／コーエー）の日次の推移



図表 4-4 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		統合比率 0.90 に対する乖離
		平均	標準偏差	
① 終値ベース	83	0.855	0.01806	-2.60
③ 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ている。また表中の「統合比率 0.90 に対する乖離」は、市場株価比率の平均から統合比率 0.9 を引いた値を標準偏差で割った値として算出している。この乖離の絶対値が大きいほど、統合比率と市場株価比率との乖離度合いが大きく、統合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。

第二小決平成 24 年 2 月 29 日では、「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」と判示しており、「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ている。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 4-3)。すなわち、何らかの理由により裁判所が公正であるとしている株式移転比率が実際の市場株価には適正に織り込まれておらず、これは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。

3 「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」が問題となる事案については、特に統合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⁽⁷⁸⁾。「シナジー価格補正」には、「厳密法」と「簡便法」の二種類の計算方法があるが、株式買取請求日におけるそれぞれの補正価格を算出した⁽⁷⁹⁾(図表 4-5)。

本稿では市場株価と「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、統合比率が市場株価比率と乖離しているため、市場株価を下限値、「簡便法」による補正株価を上限値とみることもできる。「簡便法」ではコーエーの株価はそのまま、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、

図表 4-5 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

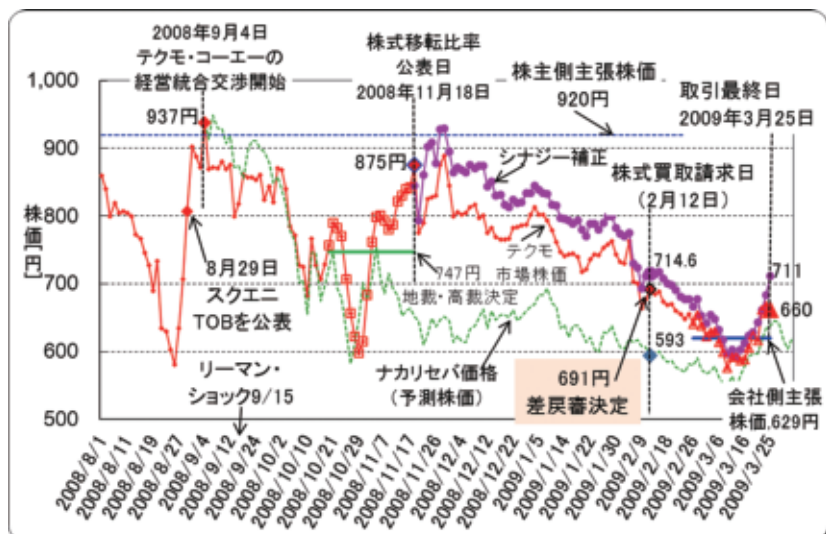
市場株価（終値）691 円 < 「厳密法」709.8 < 「簡便法」714.6 円

という関係が観測することができる（図表 4-5）。また、前述したが「簡便法」は「厳密法」の近似という関係にあり、統合比率が市場株価比率に織り込まれているような場合、すなわち統合比率と市場株価比率が近い値である場合（統合比率≒市場株価比率）、

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、そもそも補正が必要かという問題があるが、統合比率と市場株価比率が大

図表 4-6 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）を採用している。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っているところが興味深い。

図表 4-7 テクモ市場株価、補正株価及び「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（統合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 の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 円が選択されることになる。

大きく乖離するような場合は、「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⁽⁸⁰⁾。また、市場株価を直接参照する場合は VWAP を採用するのが推奨されるが、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、本稿では、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」を算出した。

本稿では、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きいほうを「公正な価格」とするが、テクモの事案では株式移転比率の公表日以後、

$$\text{「ナカリセバ価格」} < \text{市場株価} < \text{「シナジー補正価格」}$$

の大小関係を維持しながら推移している（図表 4-6）。差戻審高裁決定⁽⁸¹⁾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」としているが、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 4-7）。「ナカリセバ価格」において補正株価を採用するかどうかは裁判所の裁量とされているところ⁽⁸²⁾、シナジーの適正分配が問題となる事案についても、市場株価を直接参照するか、「シナジー補正価格」を

採用するかどうかについて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統合比率とどの程度乖離して推移したかと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なのか、内容を精査する必要があると思われる。

実際テクモの事案では、インテリジェンスの場合と異なるのは、市場株価、「ナカリセバ価格」および「シナジー補正価格」の三価格間の大小関係である。テクモの場合は、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 4-6）。一方、インテリジェンスの場合は、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、テクの場合は、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いる（図表 4-6）。これは、市場株価比率が取引最終日に近づくに従い、統合比率の 0.9 におおよそさや寄せされるような動き（図表 4-3）となったことも一つの原因である。

4 小括

テクモとコーエーにおける共同株式移転の事案では、市場株価比率と統合比率とに乖離があるとはいえ、インテリジェンスの事案ほど顕著ではない。テクモの事案では、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、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、貸借銘柄であることは重要な要素であると思われる。インテリジェンスと USEN の事案では、USEN は貸借銘柄ではなかったため、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原因になったと推測できる。原因はどうかであれ、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と思うが、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ろう。

- (77) 本稿で提示する市場株価等を用いた分析においては、特に断りのない限り TOPIX、日経平均株価、および個別銘柄株価（終値などの四本値）等の日次データ（配当を含まない）は、全て日経 NEEDS-FinancialQUEST: Version 2.1 より入手した。また、本稿で参照する日次 VWAP の値は、直接データとして取得する終値等とは異なり、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。
- (78) 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注⑧28-35 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。
- (79) 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注⑧33 頁参照。本事案において統合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統合比率（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（統合比率）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。
- (80) 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。その点については、別稿で検討しており、本稿では深く立ち入らない。もっとも、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るが、「簡便法」と「厳密法」との差が小さくなる VWAP ベースが良いのだが、本稿の検証では終値ベースで行っている。
- (81) 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注⑬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、本稿における「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。
- (82) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注④。

V まとめと検討課題

本稿では、株式交換比率や株式移転比率等の統合比率が公正であると判断される事案においては、企業価値または株主価値毀損の有無を判断しなくても、

図表 5-1 「公正な価格」の算定方法における裁判例と本稿での検証結果

	インテリジェンス事件	テクモ事件
裁判例	「ナカリセバ価格」 「帰帰分析的手法」（モデル 2）	「シナジー分配価格」 市場株価（補正なし）
本稿での 検証結果	「ナカリセバ価格」 「帰帰分析的手法」（モデル 4）	「シナジー分配価格」 補正株価

単純に「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」（「シナジー補正価格」）との何れか大きい価格を選択するという、二基準間の選択的行使による「公正な価格」の決定方法を提案し具体的事案にあてはめて検証した。これは、統合比率の公正さを判定できれば、企業価値毀損有無の判定をしなくともよいという点で、裁判所にとっては負担の少ない手法であろう。本稿で、二つの事案に当てはめた結果、インテリジェンスの事案では「ナカリセバ価格」がテクモの事案では「シナジー分配価格」が「公正な価格」として採用され、両事案とも裁判所の判断と整合的な結果となった（図表5-1）。ただし、インテリジェンスの場合は、「ナカリセバ価格」を算出する場合は統計的推定作業を必要としない方法、すなわち単純に市場指数を補正株価の収益率として当てはめるタイプのモデル（モデル4）を採用しても良いと提案する⁽⁸³⁾。また、テクモ事件では、決定価格として生の市場株価が参照されているが、本稿ではそれを補正すべきという結論となった。

本稿で取り扱った二つの事例において、組織再編の両当事会社のうちの株式買取請求があった側（それぞれインテリジェンスとテクモ）の市場株価がそれぞれの他方当事会社（USEN とコーエー）の市場株価よりも、公表された株式交換比率または株式移転比率（何れの場合も裁判所からは公正とされている）と比較して割安に価格形成されたという共通性がある。特にテクモの場合、シナジー分配が問題となる事案であると裁判所から判定されており、統合比率が公正であると判定されたとしても、「シナジー分配価格」を決定するのに市場株価を直接参照するよりも、補正株価（「シナジー補正価格」）を参照すべきと思われる。「シナジー補正価格」は、一物一価あるいは無裁定の条件を基礎としているように経済的な意味を持ち、また裁判所から公正と判断されている株式移転比率の情報が織り込まれていることから、生の市場株価を参照するよりは公正であるという法的な意義もあると考えられるからである。

今後の検討課題としては、「シナジー分配価格」として当事会社の市場株価か「シナジー補正価格」の何れを採用すべきかについて、その条件や理論的根拠を明確にすることである。本稿ではすべての場合でとりあえず補正株価の算出を前提としているが、実際に採用する場合には統合比率と市場株価比率との乖離の程度および乖離が生じる要因を十分に分析し検討すべきであろう。そのためにまずは、「乖離」の計測手法と市場株価が参照できないと判定するための定

量的な判定方法を検討することになる⁽⁸⁴⁾。また本稿では、議論を単純化するために「シナジー補正価格」として他方当事会社の上場株価に統合比率を乗じた「簡便法」を採用したが、例えば同株価の売買状況、すなわち流動性（出来高等）が低いといったような他方当事会社の価格形成に問題がある場合にまで単純に適応をしてよいかという問題が考えられる。つまり、「厳密法」との使い分けという問題点もあるが、それらの点については別稿にて検討する予定である。

(83) 拙稿（ソフトロー研究 20 号）・前掲注②795-135 頁で、株価補正のための「回帰分析的手法」のモデルタイプとしては、統計的推定作業が必要とされない市場指数を単純に当てはめた補正を原則的方法にすべきと提案している。具体的な計算結果については、巻末の「付録 2」の図表 A-3 を参照のこと。

(84) 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注③45-47 頁（巻末の「付録 2」）では、市場が効率的である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。テクモ事件を題材として、株式買取請求日におけるテクモとコーエーの VWAP（終値ではなく）ベースの市場株価を用いた計算例を提示している。

付録 1 「回帰分析的手法」による株価補正のモデル選択検証結果

本稿におけるテクモの事案で、マーケット・モデル構築のための回帰分析などの統計的手法は使用していない。「ナカリセバ価格」を算出するために、市場指数の収益率（TOPIX 収益率）を単一の変数として、マーケット・モデルの代用とした。すなわち、回帰式に定数項 $\alpha = 0$ かつ回帰係数 $\beta = 1$ とするパラメータ制約をしたマーケット・モデルを採用することと同じである。本稿における検証においては統計的推論を用いて構築されたマーケット・モデルを採用していない。参考のために、「回帰分析的手法」における回帰分析とモデル選択について検証した。ここでは二つの事案における両当事会社株式の日次収益率を目的変数とし、TOPIX または JASDAQ 指数の収益率を説明変数とした回帰分析を行い、パラメータ推定値の仮説検定の結果を機械的に判定するだけのモデル選択ではあるが、テクモとインテリジェンスの両事案において、市場指数による補正（モデル 4）が選択されるという結果となった⁽⁸⁵⁾（図表 A-1）。

テクモとコーエーの場合、回帰係数 β の推定値が 1 より小さい値となっているが、インテリジェンスと USEN では β の推定値が 1 より大きくなっている。モデルの当てはまりを見る決定係数 R^2 の大きさをみると、小さい順にインテリ

図表 A-1 株価補正のための「回帰分析的手法」の検証結果

推定結果\ 検証銘柄	インテリ ジェンス	USEN (参考)	テクモ	コーエー (参考)
推定期間	2007 年 7 月 2 日～ 2008 年 7 月 1 日 ⁽⁸⁶⁾		2007 年 8 月 29 日～ 2008 年 8 月 28 日 ⁽⁸⁷⁾	
推定用データ数	246 個		246 個	
説明変数	JASDAQ 指数の日次収益率		TOPIX の日次収益率	
決定係数 R^2	0.1113	0.183	0.2014	0.361
自由度調整済み決定係数	0.1076	0.179	0.1981	0.359
標準誤差 σ_e	5.158%	3.284%	3.17%	1.516%
定数項 α	-0.361%	-0.182%	-0.1804%	-0.029%
(定数項 t 値)	(-1.093)	(-0.865)	(-0.891)	(-0.298)
回帰係数 β	1.4409***	1.226***	0.9413***	0.675***
(回帰係数 t 値)	(5.527)	(7.388)	(7.844)	11.753
回帰係数 $\beta - 1$	0.4409*	0.226	-0.0587	-0.325***
(同 t 値)	(1.691)	(1.363)	(-0.489)	(-5.671)
モデル選択の判定 (パラメータ制約とモデルタイプ)				
① 定数項 α	$\alpha = 0$	$\alpha = 0$	$\alpha = 0$	$\alpha = 0$
④ 回帰係数 β	$\beta = 1$	$\beta = 1$	$\beta = 1$	$\beta \neq 1$
③モデル選択 (①と②から総合判定)	市場指数補正 (モデル 4)			β 回帰補正 (モデル 2)

注：*** は 1%，** は 5%，* は 10%の水準で有意であることを示す。パラメータ制約は、パラメータ推定値を機械的に仮説検定 (有意水準は 5%) して決定している。JASDAQ 市場上場銘柄ではあるが、インテリジェンスと USEN は、JASDAQ 指数収益率を説明変数とするマーケット・モデルとの当てはまりが悪いこともあり、モデル選択では「回帰分析的手法」の中でも最も単純な市場指数補正 (モデル 4, $\alpha = 0$ で $\beta = 1$ のパラメータ制約を置いた回帰分析によるパラメータ推定が不要なモデル) が選択されることになった。さらに、テクモにおいても、同様の結果となるが、コーエーと比較すると TOPIX 収益率を説明変数とするマーケット・モデルとの当てはまりが悪いことと、回帰係数 β の推定値が 1 に近いこともあり、帰無仮説 $\beta = 1$ が棄却できない結果となった。一方、コーエーはテクモの場合と比較すると、モデルとの当てはまりが良く、 $\beta = 1$ の帰無仮説も棄却できない結果となった。なお、ここでのインテリジェンスの分析結果は、実際に裁判所が採用したモデルとは異なることに注意が必要である。

ジェンス、USEN、テクモ、コーエーとなっており、市場における価格形成の効率的な銘柄が、モデルとデータの当てはまりが良いのではないと思われる。

コーエーは、テクモと比較して時価総額が大きい銘柄であることから決定係数 R^2 が 0.361 と TOPIX との相関性も高く、標準誤差 σ_e が小さいことからモデルとの当はまりが良いという分析結果となっている。そのため、テクモとはモデル選択の判定が異なっている (図表 A-1)。

インテリジェンスとテクモの両事案では、時期的にもほぼ重なっており、推定期間が 2 か月程度のずれでしかないため、株式市場全体の環境も類似していることから、4 銘柄に共通するのは定数項 α の推定値が全てマイナスとなっていることである。また、その絶対値も標準誤差 σ_e の推定値と比較しても十分に小さく、統計的に有意ではない。この定数項の推定値が統計的に有意にならないのは、相場環境によらず CAPM 型のマーケット・モデルを使用する限り、大多数の銘柄に共通する特徴でもある。

本稿におけるモデル選択の結果から、インテリジェンス、USEN およびテクモの場合は、最も簡便な「市場指数補正 (モデル 4)」が選択され、コーエーの場合のみ、定数項 $\alpha=0$ で回帰係数 $\beta \neq 1$ の回帰モデルを用いた「 β 回帰補正 (モデル 2)」が選択されることになる。なお、本稿の III 章 3 節における検証では、インテリジェンスの回帰式は裁判所から認められたタイプ (「 β 回帰補正」) のもの ($y=1.439x$) を使用し、テクモでは分析結果 (図表 A-1) にあるように、市場指数補正 (モデル 4) によるモデル ($y=x$) から予測株価を算出し「ナカリセバ価格」とした (図表 4-6 の破線)。なお、このモデルタイプ別の「ナカリセバ価格」について、インテリジェンスの事案を分析したものについては、巻末の「付録 2」で提示しているので参照のこと。

(85) USEN やコーエーは他方当事会社であるため、「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」を適用する場面はないが、あくまで組織再編の他方当事会社の分析結果との比較のために参考資料として掲載した。

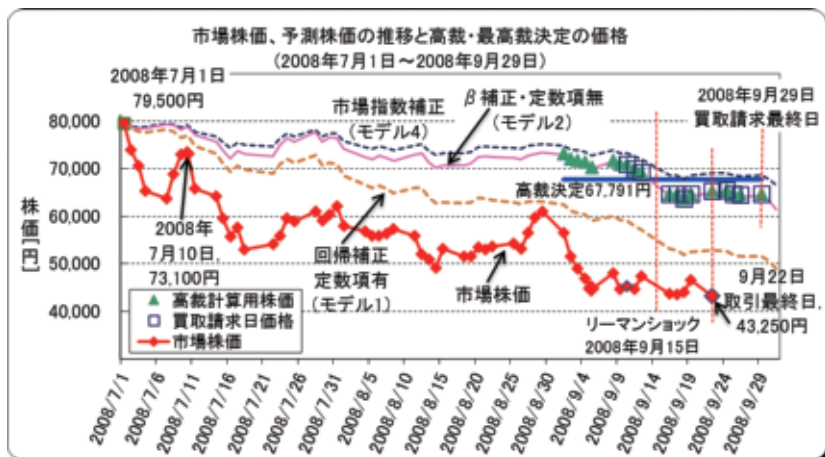
(86) 本件組織再編が公表される前の 1 年間の期間を回帰モデルの推定期間とした。

(87) 森田・前掲注(23) 7 頁にある「推定ウインドウ」(推定期間) の設定期間と同じである。

付録 2 インテリジェンス事件：「ナカリセバ価格」の再検証結果⁽⁸⁸⁾

先の「付録 1」におけるモデル選択によれば、裁判所から回帰モデルの採用が認められたインテリジェンス事件の場合は、回帰モデルを用いない「市場指

図表 A-2 インテリジェンス事件：市場株価と予測株価の推移グラフ



図表 A-3 インテリジェンス事件：市場株価と補正株価（予測株価）の値

日付	株価	市場株価 [円]	補正株価（予測株価）[円]		
			回帰補正 定数項有	β補正 定数項無	市場指 数補正
			モデル 1	モデル 2	モデル 4
2008年7月1日	算定起点日		79,500		
2008年7月10日	株式交換比率公表日	73,100	76,952	78,923	79,098
2008年9月22日	取引最終日	43,250	52,830	64,657	69,057
2008年9月29日	株式買取請求最終日	-	51,595	64,053	68,617

数補正」(モデル4)という結論となった(図表A-1参照)。もっとも、USENあるいはテクモとコーエーといった他銘柄における回帰分析の結果と比較しても、インテリジェンス株収益率と市場指数(JASDAQ指数)収益率との間のあてはまりが良いとは言えないのが根本的な原因である⁽⁸⁹⁾。既にモデル選択の結論が出てしまっている中で、順序が逆になってしまったが、モデル1、モデル2及びモデル4による予測株価と市場株価の推移をグラフで示した(図表A-2)。

前述したように高裁決定で採用されたのは、定数項無しの回帰モデル（モデル 2）であり、市場指数補正（モデル 4）の場合が他のどの予測株価の算定方法によるよりも株価水準が最も高く推移している。裁判所から採用されたモデル 2（定数項のない回帰モデル）の場合よりも取引最終日で 4,400 円（＝69,057 円－64,657 円）程度高い（図表 A-3）ため株主側には有利な結果となる。さらにこのモデル 4 による、補正株価は「公正な価格」を約 71,000 円と独自に見積もった神田教授の価格⁽⁹⁰⁾に近いものとなっている。

さらにこのモデル 4 による、予測株価の算定方法の最大の利点は、必要なデータを用意すれば、電卓や算盤でも容易に計算できることであるから、回帰分析等の統計的手法を行うためのリソースが用意できない場合は特に、簡便で実用的な算定方法であると思われる。裁判所としては、当事者からモデル 1 やモデル 2 による補正株価の主張がない場合、株価補正は市場指数補正（モデル 4）を原則的に使用するというのも十分に裁量の範囲内かと思われる⁽⁹¹⁾。

(88) 拙稿（ソフトロー研究 20 号）・前掲注 27121-122 頁を参照し、図表など一部抜粋している。

(89) 例えば、決定係数が小さく、標準誤差 σ_e が大きいなど、他社の場合と比較した図表 A-1 からもそのことが裏付けられる。また、推定期間全データの 10% にもあたる「異常」データを除外するといったような回帰分析の手法が使用されるような事案では、そもそも無理に回帰モデルを適用すべきでないということを示唆しているのではないかとも思われる。

(90) 神田・前掲注(99)155 頁注(2)。

(91) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注(4)やそれを引用した最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注(7)では、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した株価に補正を加えることが裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるとしている。とすれば、その補正方法の選択も裁判所の裁量になると思われる。さらには、市場指数補正に使用するための市場指数の選択として、JASDAQ 指数に限られなくとも、TOPIX でも日経平均株価でも裁判所の裁量の範囲内であるかと思われる。

付録 3 日本興亜損保事件⁽⁹²⁾における統合比率と市場株価比率

本稿で取り上げた、インテリジェンスとテクモの事案において、公表された統合比率がどの程度まで、市場株価に織り込まれ価格形成されたかを判断するために、統合比率と市場株価比率との推移を観察した。しかし、どの程度まで公表された統合比率が市場株価比率にさや寄せされれば、情報効率的な価格形成がなされたかということについては決定的基準がみあたらない。ここでは、

図表 A-4 日本興亜損保と損保ジャパンの市場株価と市場株価比率の推移



参考として共同株式移転の組織再編の事案を題材に、公表された株式移転比率が市場株価に相当程度織り込まれたと思われる事案を紹介する。

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」という。）は経営統合を行うために、共同株式移転により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。）を設立した。その経営統合において、株式移転完全子会社となる旧日本興亜の株主には、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、また損保ジャパン株主には同NKSJ株式が1.0株割り当てられた。その株式移転比率（統合比率では $0.9 (= 0.9/1.0)$ という値となる。）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日に旧日本興亜株主が旧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て提訴した。東京地裁判決で請求棄却となったため、旧株主である原告側が控訴したが東京高裁においても控訴人の請求は棄却された（確定）。

株式移転の両当事会社株主にとって、市場株価に直接影響を与える統合条件の一つが株式移転比率である。本件では、2009年7月29日に株式移転比率が公表されており、日本興亜株式1株に対して、株式移転設立完全親会社（NKSJ）

図表 A-5 市場株価比率（＝日本興亜株価／損保ジャパン株価）の推移



株が 0.9 株割当てられることが決定されている。市場株価比率（＝日本興亜株価／損保ジャパン株価）の推移を見ると経営統合の報道日前日以前の 1 年間では、大よそ 0.6～1.5 の範囲で推移しており（図表 A-4）、2008 年 9 月 15 日（米国時間）のリーマン・ショック以降は、損保ジャパンの金融保証保険の開示という悪材料を織り込むように、損保ジャパンの市場株価が低迷する中、日本興亜の市場株価が堅調に推移したことから、同比率は急速に上昇し、経営統合報道日

図表 A-6 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		統合比率 0.90 に対する乖離
		平均	標準偏差	
終値ベース	161	0.9015	0.0188	0.082
VWAP ベース	161	0.9010	0.0187	0.052

注：公表された株式移転比率が市場株価に折り込まれると考えられる、2009 年 7 月 28 日から 2010 年 3 月 26 日までの期間の市場株価比率のデータを使用し基本統計量を計算している。また表中の「統合比率 0.90 に対する乖離」は、市場株価比率の平均から統合比率 0.9 を引いた値を標準偏差で割った値として算出している。この乖離の絶対値が大きいほど、統合比率と市場株価比率との乖離度合が大きく、統合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。

直前近辺では、約 1.57 まで上昇した様子がわかる（図表 A-4）。

経営統合が報道された日の前日（2009 年 3 月 11 日）においては、日本興亜株価／損保ジャパン株価の比率は 1.440 であったが、その後 0.773 近辺まで下落しているが、株式移転比率の公表日（同年 7 月 29 日）の前日（28 日）では 0.888 まで戻しており、統合比率の 0.9 に近い値へとさや寄せされている。2009 年 7 月 28 日より以前の段階では、「未公表」であったはずの株式移転比率（0.9）が既に公表日直前時点においては、市場株価に織り込み済みであるかのような株価比率の水準に収束しているようである⁹³⁾。

株式移転比率が公表された日（2009 年 7 月 28 日）以後に、市場株価比率は統合比率 0.9 を上下に挟むような動きをしており、本稿でも触れたインテリジェンス（図表 3-4）とテクモ（図表 4-4）の事案と比較すると、市場株価比率の平均値と統合比率 0.9 との乖離は小さい値となっている（図表 A-6）。本稿で取り扱ったテクモやインテリジェンスの他事案と比較すれば、本事案は統合比率公表後にその統合比率が市場株価比率により織り込まれていたようであり、株式移転比率の公表という情報に限れば、情報効率的な価格形成がなされたとも推測される。

92) 東京地判平成 23 年 9 月 29 日判例時報 2138 号 134 頁。

93) 株式移転比率公表の 2 か月前から、株価比率はあたかもこの 0.9 という比率に「さや寄せ」されるかのような動きとなっている（図表 A-4）。実際、株式移転比率公表直前の 3 営業日近辺での株価比率をみると 2009 年 7 月 24 日では 0.942、2009 年 7 月 27 日では 0.891、2009 年 7 月 28 日では 0.888 となっている。

（謝辞）

本稿を作成する際に青山学院大学判例研究所には、裁判例や法学系学術論文等の文献収集でお世話になった。膨大な文献等は常にきれいに整理整頓されており快適かつ効率的に利用することができた。同研究所の管理監督者で所長の廣瀬久和教授（青山学院大学法学部）及びスタッフ等関係者に、この場を借りて深く感謝したい。また本稿は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の平成 26 年度研究助成を受けた研究成果の一部である。