

## 【論説】

公表日前に市場株価が急騰した合併に対する  
株式買取価格決定申請事件における市場株価または補正株価の利用

石塚 明人

## 論文要旨

- I はじめに
  - II 株式買取価格決定事件の裁判例と分類
    - 1 株式買取請求権の制度と株価補正の利用
    - 2 株式買取価格決定事件の4分類と先行研究
    - 3 「シナジー補正価格」（「厳密法」と「簡便法」）の4分類の算定
    - 4 インサイダー取引等によつてとされる公表日前の市場株価への影響
  - III 北辰電機株式買取価格決定申請事件（消滅会社の事案）
    - 1 東京地決昭和58年10月11日の概要と問題点
    - 2 市場株価比率（＝北辰電機／横河電機）の推移
    - 3 「シナジー補正価格」（「厳密法」と「簡便法」）の算定
  - IV 科研製薬株式買取価格決定申請事件（存続会社の事案）
    - 1 東京地決昭和58年2月10日の概要と問題点
    - 2 無償割当増資を調整した市場株価の推移
    - 3 市場株価比率（＝科研薬化工／科研化学）の推移
    - 4 「シナジー補正価格」（「厳密法」と「簡便法」）の算定
  - V 総合評価
    - 1 「シナジー補正価格」の評価
    - 2 「ナカリセバ価格」の評価（北辰電機事件の場合）
    - 3 「ナカリセバ価格」の評価（科研製薬事件の場合）
    - 4 二基準間の選択的行使による「公正な価格」の検証結果
  - VI まとめ
- 付録1 住友軽金属株式買取価格決定申請事件（存続会社の事案）
- 付録2 合併公表日前後の累積超過収益率の推移
- 付録3 合併公表日前後の出来高の推移

## 論文要旨

平成 17 年商法改正前に実施された三つの合併事案に関連した株式買取価格決定申請(商法 408 条ノ 3 第 2 項)の裁判例を題材として、同法改正後の法制度と判例、さらに学説の理論を適用させ個別具体的な事案に即して価格決定の検証を行った。当時の価格決定は「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」(商法 408 条ノ 3 第 1 項)によるものであるが、それに会社法で導入された「シナジー分配価格」を追加し、この二基準の価格で何れか大きいほうを選択して「公正な価格」(会社法 785 条 1 項, 797 条 1 項)を試算し、裁判所の価格決定と比較し検討した。

平成 17 年改正の前後で共有されている「ナカリセバ価格」の算定については、「回帰分析的手法」が会社法学説で提唱されているが、その使用には合併の計画に関する情報が事前に漏れていないことが前提条件となっている。1980 年代の日本の株式市場においては、合併公表日前から合併の計画が市場に漏れ、それを材料に投機的で不正な売買取引があった可能性を指摘する実証研究もある。本稿で取扱った三つの事案においては、程度の差はあるがどれも合併の公表日前から当事会社の市場株価が出来高をともなって上昇していた。その影響を除外するか否かによって「ナカリセバ価格」の算定に大きな差額が生じ、裁判所の決定した「公正ナル価格」あるいは本稿で試算する「公正な価格」にも影響することになる。

ところで平成 17 年改正後会社法で導入された「シナジー分配価格」の妥当性を判定するために、公正なシナジー分配を担保することになる合併比率等の公正性を判断することになる。裁判所がその比率を公正と判断した場合でかつ、その比率が市場株価(比率)に織り込み切れていない場合は、織り込むような補正をすべきである。公正な合併比率等によって公正なシナジー分配が織り込まれた補正株価は、そうでない市場株価よりも公正である。よって「シナジー補正価格」を使用することは、むしろ「シナジー分配価格」を導入した制度趣旨に沿うものであるが、他方で「シナジー分配価格」による少数株主保護に値しないと判断する特段の事情がある場合には、請求棄却という別の意味で市場株価を参照し決定価格とすることも裁判所の裁量となろう。

本稿で取扱った旧商法の裁判例は「ナカリセバ価格」によるものだが、市場

の効率性にも問題がある市場環境のなかで、市場株価や取得価格等を参照し価格決定せざるを得ない状況では、裁判所の価格決定における裁量は事実上限定されていたことになる。会社法で「シナジー分配価格」が導入され、二基準の価格に対する補正株価によって、市場株価に過度な依存をせずにより価格決定を精緻化させると同時に、裁判所においては、合理的な裁量をより有効に生かした法形成が期待されるだろう。

## I はじめに

平成 17 年改正前商法（以下「旧商法」という。）から、上場会社の合併に絡む株式買取請求（商法 408 条ノ 3 第 1 項）における価格決定裁判では、裁判所の市場株価に対する考え方が、当初は価格決定における一要素でしかなかったものから、市場株価そのものを基礎とするものに大きく変更されたという<sup>(1)</sup>。その流れは改正後の会社法（平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号）における価格決定の裁判にも継承され、特に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。）場合にはもっぱら市場株価が参照され価格決定されるようになった。しかし、近年このような市場株価を参照する価格決定に対しては学説から有力な批判も起り<sup>(2)</sup>、また市場株価を採用することには請求棄却的な効果があるという解釈も出てきた<sup>(3)</sup>。

本稿では、旧商法の時代における合併に関連した株式買取価格決定申請（商法 408 条ノ 3 第 2 項）において裁判所が価格決定のために市場株価を参照し始めたころの先駆けとなる事案である、北辰電機事件<sup>(4)</sup>、科研製薬事件<sup>(5)</sup>、および住友軽金属事件<sup>(6)</sup>（以下「三つの事案」または「三つの事例」という。）を題材として、旧商法改正後の法制度と判例、さらに学説の理論を適用させ個別具体的な事案に即して価格決定の検証を行った。現在までの判例と学説の議論から市場株価を参照した価格決定や現行会社法における「シナジー分配価格」を前提とした補正株価を算定し、再検証している。当時の価格決定は「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（商法 408 条ノ 3 第 1 項、以下「ナカリセバ価格」という。）によるものであるが、それに「シナジー分配価格」を追加した二基準の価格で何れか大きいほうを選択して「公正な価格」（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項）を算定し、裁判所の価格決定とも比較し検討した。三つの事案は 1980 年代のものであり、およそ 30 年以上も前に行われた吸収合併

に関連した事案である。当時の株式市場と現在のそれとでは法制度や情報通信技術などの取引所等の市場インフラの進歩などで株式市場の価格形成あるいは市場の情報効率性に違いが散見されるところが興味深い。

これまで拙稿の既出論文等では、もっぱら平成17年改正後の会社法における株式買取価格決定申立事件を検討してきたが、それらの多くは会社法施行後数年を経たのち、あるいは2008年のいわゆるリーマンショック前後の事案が中心となっていた。本稿では現行の会社法や金融商品取引法あるいは証券取引所の規則など資本市場を規律するための法制度や市場を取り巻く環境も異なる旧商法時代の事案について、これまでの研究で考案し蓄積してきた分析ツールや関連データを適用することにより、株式買取価格決定裁判や株式市場価格に対する学説や判例の変化が見て取れるのではないかという問題意識が基礎となっている。それによって、より現行の法制度や法解釈の理解が深まる可能性がある。

そこでまずII章においては、平成17年改正後会社法の株式買取請求権制度における判例や学説の議論にふれ、「シナジー分配価格」の制度趣旨に沿う運用のためには公正なシナジー分配を担保するための補正（以下「シナジー価格補正」という。）<sup>(7)</sup>が必要であるという私見について触れている。これまでの株式買取価格決定の裁判における価格決定を分析するための事案を4つに分類する方法を提案している。さらに、本稿で取り扱う事案に関連して、合併契約等の情報が公表日前から市場に漏れていたのではないかということを裏付ける実証分析を紹介し、両当事会社の合併公表前後の市場株価の変動に与える影響を調査した。それと関連して、合併条件といった重要な情報の公表日前から当事会社の株価が急騰したように市場株価が不公正な価格形成をしたと思われる場合の注意点を検討している。

次に、III章、IV章、および巻末の付録1で、前述した旧商法時代の三つの株式買取価格決定申請事件の事例研究を紹介する。まず資本従属関係のない独立当事者の関係にある会社間の合併の二事案をそれぞれIII章とIV章で、完全子会社化の事案を付録1で取り扱っている。III章では、消滅会社への株式買取請求が行われた北辰電機事件を、IV章では存続会社への株式買取請求があった事案である科研製薬事件を題材として事例研究を行った。この二つの事案については、特に合併比率の公正さについては明示的な裁判所の判断はないが、本稿では「シナジー価格補正」をする際において、当事者間で合意された合併比率が

公正であるという前提で補正株価を算出している。

巻末の付録1には前章のIII章とIV章とは異なり、完全子会社化の事案で、親子会社間の関係あるいは資本関係があり独立当事者性がない合併において、存続会社への株式買取請求があった住友軽金属事件を参考資料として掲載した。同事案では、裁判所は合併公表日前の市場株価を参照しその平均株価をもって決定価格としている。以上、北辰電機事件、科研製薬事件および住友軽金属事件における事例研究の検証結果から、V章では「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二基準の価格に対する補正株価の算定結果から、何れか大きいほうを「公正な価格」として採用した。それらを三事案における実際の裁判所の価格決定と比較検討し、その結果を踏まえて、最後のVI章でまとめとした。

- (1) 弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（別冊ジュリスト180号）』（有斐閣，2006）190頁参照。
- (2) 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頁参照。
- (3) 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務2076号（2015）42頁では、シナジー分配価格を算定する類型において、株式買取請求権の行使日における市場株価を参照されることは、反対株主の観点からは、実質的な救済を否定され、「請求棄却的な効果」を持つという見解をとっている。
- (4) 東京地決昭和58年10月11日下民集34巻9-12号968頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件〕。東京高決昭和58年12月14日判例タイムズ525号285頁〔北辰電機株式買取価格決定申請抗告事件〕。
- (5) 東京地決昭和58年2月10日判例時報1068号110頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件〕。
- (6) 東京地決昭和60年11月21日判例時報1174号144頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件〕。
- (7) 拙稿「株式買取価格決定における市場株価を参照した『シナジー分配価格』を無裁定価格で補正するための数理分析」ソフトロー研究24号（2014）1-49頁参照。同拙稿では、「無裁定価格補正」という言葉も使用しているが、「シナジー価格補正」と同義である。この補正による価格を「シナジー補正価格」という。

## II 株式買取価格決定事件の裁判例と分類

株式買取請求における旧商法と平成17年改正後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ル価格」（商法408条ノ3第1項）か

ら「公正な価格」(会社法785条1項, 797条1項, 806条1項)へと文言が変更されたことである。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「シナジー分配価格」が立法段階で説明されている<sup>(8)</sup>。

### 1 株式買取請求権の制度と株価補正の利用

旧商法における「公正ナル価格」を決定する裁判において、価格決定の対象となる株式が上場株式で市場株価が存在する場合、価格決定において市場株価を単なる一要素とする立場<sup>(9)</sup>から、市場株価を基礎とする方向<sup>(10)</sup>に動いたといわれている<sup>(11)</sup>。学説にも価格決定等の裁判で市場株価が参照できる場合には、市場株価を算定の基礎として利用を支持する見解があった<sup>(12)</sup>。

その流れを引き継いで、平成17年改正後会社法施行後における、上場会社の組織再編に関連した株式買取価格決定申立(会社法786条2項, 798条2項, 807条2項)の裁判では、大半の事案で市場株価が参照され決定価格の基礎とされた<sup>(13)</sup>。また学説においても、市場株価を算定の基礎とする見解が有力となっていた<sup>(14)</sup>。特に改正後に導入された「シナジー分配価格」については、ほとんど全ての価格決定裁判で市場株価が参照され価格決定されたが、それについて裁判所は市場株価を信用しすぎであるという学説からの有力な批判が起きた<sup>(15)</sup>。もっとも裁判所が市場株価を参照するのは「それを絶対視をしているわけでもなく、市場株価は簡易な証拠方法として最大限活用されているに過ぎないと理解できるし、また、手続きが公正なケースでは請求棄却的な機能を果たしている。」<sup>(16)</sup>という見解もある。これはさらに「実質的には、上場会社には買取請求を認めないというアメリカ法における市場性株式の例外 (market out) と同様であるから、market out 機能と呼んでもよい。」<sup>(17)</sup>という。この「請求棄却的な機能」においては、「組織再編によって企業価値が増加し、かつその増加価値の分配が公正に行われている場合には、反対株主への実質的な救済を否定し、いわば請求棄却的な効果を持つものといえる」<sup>(18)</sup>という。

会社法によって「シナジー分配価格」が「ナカリセバ価格」に加えて導入されたことから、より少数株主保護が強化されたという<sup>(19)</sup>。組織再編によって生じるシナジーが当事会社の株主間に公正に分配されるかどうかは、合併比率や

株式交換比率等（以下「統合比率」という。）が公正であるかどうかによって依存する<sup>(20)</sup>。さらに公表された統合比率が仮に公正であっても、それが実際に市場株価に織り込まれているかが問題となる。ファイナンス理論における効率的市場仮説によれば、セミ・ストロング型の市場効率性を前提とするならば、公表された情報は瞬時に市場株価に織り込まれることになっている。しかし、株式買取請求がなされた事案の範囲内ではあるが、市場株価には公表された統合比率が織り込み切れていないか、あるいは織り込まれるまでに相当な時間を要するという事例が指摘されている<sup>(21)</sup>。そのように公正なシナジーの分配が織り込み切れていない市場株価を参照し「シナジー分配価格」として良いかという問題がある。

市場株価に公正とされる統合比率が完全に織り込まれている場合には、市場株価を参照することによって「シナジー分配価格」が算定されることになる。しかし、公正なシナジー分配を担保するための公正な統合比率が市場株価に適切に織り込み切れていない場合には、そのような市場株価を直接参照すべきではなく、それが適正に織り込まれるように補正した「シナジー補正価格」を導入すべきである。これは公正とされる統合比率と組織再編における両当事会社の市場株価比率が等しくなる、すなわち一物一価の法則が担保されるように、無裁定の条件を基準として株価補正するものである<sup>(22)</sup>。私見では、公正とされる統合比率が織り込まれた補正株価こそが、織り込みきれていない市場株価よりも公正であると考えられる。よって会社法で導入された「シナジー分配価格」の制度趣旨に沿う算定をするためには、公正なシナジー分配が実現されるように計算された補正株価を適用する必要がある<sup>(23)</sup>。

最後に、「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」として選択するという（以下「二基準間の選択的行使」という。）学説を本稿では採用する<sup>(24)</sup>。最高裁決定では、組織再編行為自体により「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」となり<sup>(25)</sup>、他方で「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<sup>(26)</sup>。つまり、何れかの価格を採用するかは、企業価値が増加したか、あるいは不増加であったかに依るのが最高裁の判示するところである<sup>(27)</sup>。しかし、当該組織再編におけるシナジー効果

の有無、すなわち企業価値の毀損有無の判定には、「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。」<sup>(28)</sup>という学説からの批判もある。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、決定的な方法論が存在するわけではない。そもそも最高裁自体が企業価値増加あるいは不増加のための判断基準を示していないことが裁判実務から問題視されている<sup>(29)</sup>。よって少数株主保護という株式買取請求制度の実行可能性や実務の安定性を確保するために、二基準間の選択的行使を採用すべきであり<sup>(30)</sup>、さらに企業価値の毀損有無を判定する手間を省くことができるから訴訟経済にも資すると思われる。

## 2 株式買取価格決定事件の4分類と先行研究

本論文では、「シナジー価格補正」をすべき株式買取請求の事案を大きく4種類に類型化し、それぞれの類型毎に「簡便法」または「厳密法」の使い分けをすることになる。この4類型は二つの切り口からなり、一つ目の切り口は、組織再編における両当事会社間の関係（以下「取引当事者間の関係」という。）であり、それは資本関係の有無で「独立当事者関係」か「親子等従属関係」の二つに分類する<sup>(31)</sup>。二つ目は組織再編において株式買取請求を受ける当事会社が存続株式会社等（会社法794条1項括弧書き、以下「存続会社」という。）であるか、あるいは消滅株式会社等（同法782条1項括弧書き、以下「消滅会社」という。）で二つに分類する。この二つの切り口の組合せで合計4種類のカテゴリーに分類できる（図表2-1）。

図表 2-1 株式買取請求にからむ価格決定裁判における分類

| 当事会社        |         | 株式買取請求を受ける当事会社の種類   |   |
|-------------|---------|---|---|
|             |         | 存続会社（上場継続）  | 消滅会社（上場廃止）  |
| 組織再編の当事者間関係 | 独立当事者関係 | ①独立当事者間の存続会社<br>科研製薬事件 <sup>(32)</sup> （IV章）  | ③独立当事者間の消滅会社<br>北辰電機事件 <sup>(33)</sup> （III章）、<br>あおみ建設事件 <sup>(34)</sup> 、保安工業事件 <sup>(35)</sup> 、<br>テクモ事件 <sup>(36)</sup>  |
|             | 親子等従属関係 | ②親子等従属関係の存続会社<br>住友軽金属事件 <sup>(37)</sup> （付録1）、<br>三共生興事件 <sup>(38)</sup> 、ノジマ事件 <sup>(39)</sup> 、<br>協和発酵キリン事件 <sup>(40)</sup> | ④親子等従属関係の消滅会社<br>日興コーディアル事件 <sup>(41)</sup> 、<br>ダイワボウ情報システム事件 <sup>(42)</sup> 、<br>ダブルクリック事件 <sup>(43)</sup> 、<br>パナソニック電工事件 <sup>(44)</sup> 、<br>三洋電機事件 <sup>(45)</sup> 、<br>インテリジェンス事件 <sup>(46)</sup> |

注：太字にした事件名は、旧商法下における株式買取価格決定申請事件である。

分類した裁判例は上場会社に対する株式買取価格決定申立事件で判例集に登載されたものであるが、現在までのところ「①独立当事者間の存続会社」に該当するカテゴリーの裁判例は科研製薬事件以外見当たらない<sup>(47)</sup>。株式買取請求を受けた当事会社が存続会社の場合は5事件あるだけで、残り全ての事案は、消滅会社への株式買取請求の事案ということになる。当事会社が存続会社か消滅会社かという点で、株主保護の度合いが異なるのではないかと考えられる。当事会社が上場会社の場合、消滅会社は組織再編の効力が発生する前に上場廃止になり、また傾向としては公正とされる統合比率を基準として、対存続会社株価に対して消滅会社株価がディスカウントとなっているケースが多い<sup>(48)</sup>。

仮にこのディスカウントの原因が、将来消滅会社に確実に起こり得る上場廃止を原因とする非流動性リスクを先取りしたことによるものであれば、子会社（消滅会社）株主に対する少数株主保護の必要性が高く、株価補正の重要性がより高まることになろう<sup>(49)</sup>。それ以外にも、この統合比率と市場株価比率とに乖離が生じる原因としては、例えば「裁定取引の限界」<sup>(50)</sup>または逆日歩（品賃料または賃料）や売買手数料などの取引コストなどが原因として考えられる<sup>(51)</sup>。しかし、乖離の原因がどうであれ公正とされる統合比率が市場株価に織り込まれていない状況には何ら変わりはないわけだから、公正なシナジー分配が実現できるように株価補正すべきということになる。

### 3 「シナジー補正価格」(「厳密法」と「簡便法」)の4分類別の算定

市場の情報効率性には限界があるので、経営統合によって経営者が期待し情報開示したシナジー効果が正確に市場株価に織り込まれるわけではない。過大に評価されたり、過小に評価されたりして両当事会社の市場株価に織り込まれることになるが、時にはマイナスのシナジーという市場からの厳しい評価または反応も当然ありうる。よって本稿で適用している「シナジー価格補正」の注意点としては、両当事会社の市場株価を基礎として、株式市場が発見し、市場株価に織り込まれたシナジーの部分を両当事会社の株価に公正分配した補正株価が「シナジー補正価格」となる。また合併比率や株式交換比率などの統合比率が公正であることを前提としており、シナジーが正であっても負であっても公正に分配または負担するように株価が補正されることになる。つまり、「シナジー補正価格」は市場が発見し、それを市場株価に織り込めた範囲のシナジーの価値を公正な統合比率を基礎として分配しているに過ぎないのである。

ところで現実にはこの公正とされる統合比率と市場株比率(=消滅会社株価/存続会社株価)は完全に一致することはないから、ほとんどの事案で「シナジー価格補正」をすることになる。また、「シナジー価格補正」には、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。)と両当事会社の時価総額合計が補正の前後で変化しないよう考慮した計算方法(以下「厳密法」という。)の二通りが提案されている<sup>(52)</sup>。「シナジー価格補正」における「簡便法」は「厳密法」の近似という関係になるが、両手法には一長一短あり、その使い分けについても、どのような事案でどのような条件であれば、「厳密法」でなくとも「簡便法」でよいのかといった検討が必要であろう<sup>(53)</sup>。

ここでは前節の株式買取請求における4類型に両手法をどう使い分けるかを検討する。少なくとも補正の前後で時価総額合計(シナジー合計を含む)が不変であるべきと考えられるから、それを担保する「厳密法」を原則的には、全ての類型で採用するべきである。しかし、事案によっては市場株価の価格形成が情報効率的で、統合比率と市場株比率の乖離がほとんどなく、両方の補正株価と市場株価との差も無視できるほど小さい場合は、計算が簡易な「簡便法」を採用してもよいことになる。また、近時の事案で特に、消滅会社の上場廃止後に株式買取請求があった場合は、「厳密法」による補正株価の算定ができず、むしろ「簡便法」に頼らざるを得ないことになる。

図表 2-2 「シナジー価格補正」に関連した先行研究における事案の4分類

| 当事会社        |         | 株式買取請求を受ける当事会社の種類  |  |
|-------------|---------|--|--|
|             |         | 存続会社（上場継続）   | 消滅会社（上場廃止）   |
| 組織再編の当事者間関係 | 独立当事者関係 | ①独立当事者間の存続会社   | ③独立当事者間の消滅会社   |
|             |         | 原則、「厳密法」<br>例外、市場株価                                      | 原則、「厳密法」<br>テクモ事件、あおみ建設事件、<br>保安工業事件<br>例外、「簡便法」                   |
|             | 親子等従属関係 | ②親子等従属関係の存続会社  | ④親子等従属関係の消滅会社  |
|             |         | 原則、「厳密法」<br>例外、「簡便法」（市場株価）<br>三共生興事件、協和発酵キリン<br>事件、ノジマ事件 | 原則、「厳密法」<br>例外、「簡便法」<br>日興コーディアル事件、ダブル<br>クリック事件、ダイワボウ情報<br>システム事件 |

統合比率と市場株価比率の乖離が小さい場合や、あるいは両当事会社が親子会社間で従属的關係にあり、また時価総額などの企業規模に違いがあるとか親会社の支配比率が高いような事案においては、「厳密法」と「簡便法」での算定値の違い（誤差）は小さい傾向があるから、例外として「簡便法」を採用したほうが良いと考えられる<sup>(54)</sup>（図表 2-2 の④）。特にそのような場合、親会社（存続会社）では、市場株価と「厳密法」による補正株価との差が小さいので、近似的には市場株価をそのまま採用し、それとの対応で子会社（消滅会社）の方では、存続会社の市場株価に統合比率を乗じただけの「簡便法」を採用することになる<sup>(55)</sup>。

以上から、4つのカテゴリーで分類された事案は、カテゴリーごとに特徴がある。「シナジー価格補正」における「厳密法」と「簡便法」をどのように使い分けるかのヒントとなりそうである。例外的に「簡便法」を採用したほうが良い場合として、株式の買取請求日が消滅会社の上場廃止後にあった場合、消滅会社側には参照できる市場株価が存在せず、また「厳密法」による補正株価も上場廃止後の営業日には算出することができない。よって、存続会社の市場株価から算出できる「簡便法」による補正株価を採用せざるを得ないことになる。これまでの、先行研究では三つのカテゴリーに属する事案を検証したにとどまり、判例集に登載された全ての事案を検証したわけではないが少なくともカテ

ゴリー毎に補正株価の算定方法に特色があるようだ。

#### 4 インサイダー取引等によるとされる公表日前の市場株価への影響

上場会社の組織再編あるいは M&A に関連してイベント・スタディによる実証研究が米国における 1980 年代以降のファイナンス研究の分野で行われている<sup>(56)</sup>。しかし、同年代における我が国においては、①上場会社同士による M&A のサンプルが少ないこと、②イベント・スタディが要求する市場の効率性(セミストロングフォーム型)が十分でないという理由から、日本企業を対象とした研究はほとんど行われなかった<sup>(57)</sup>。1990 年代まではインサイダー取引規制や適時情報開示ルールの未整備という問題があり、このことが我が国におけるイベント・スタディによる実証研究に対する評価を著しく低いものとした主因であるとも指摘されている<sup>(58)</sup>。

伊藤邦雄助教授(当時)は、そのようなイベント・スタディによる実証研究

図表 2-3 合併案件サンプル(一部を抜粋)における両当事会社名

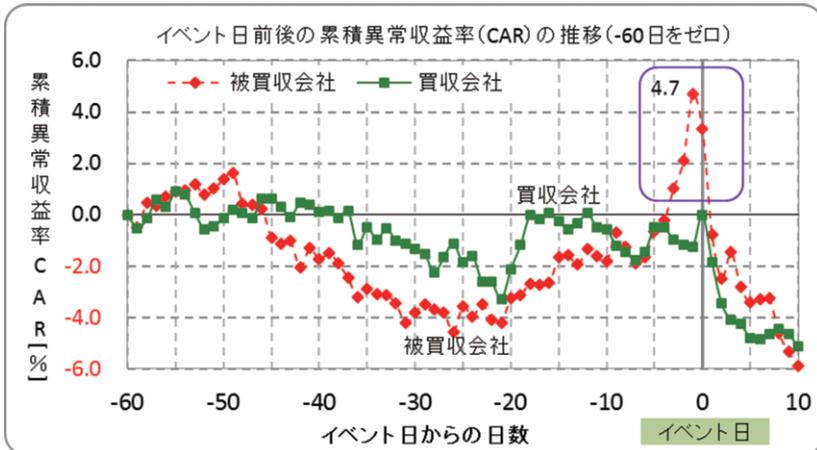
| 合併公表日                  | 買収企業              | 被買収企業          | 合併比率・備考等        |
|------------------------|-------------------|----------------|-----------------|
| 1978 年 10 月 4 日        | 王子製紙              | 日本パルプ工業        |                 |
| 1981 年 4 月 1 日         | 日本ミネチュアベアリング      | 東京螺子製作所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

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

には適さない日本の株式市場におけるM&Aの企業価値創造効果を検証するために市場株価を用いた実証研究を行っている<sup>(59)</sup>（以下「伊藤論文」という）。伊藤論文では、1971年から1987年に我が国で行われた合併の中から、買収会社と被買収会社の両当事会社がともに日本の株式市場に上場した会社で、公表日が特定できた29件の合併事案をサンプルとしたイベント・スタディが行われている<sup>(60)</sup>。ここで「公表日」は当該合併が日本経済新聞紙に公表された日（イベント日）を0日とし、また合併の当事会社は買収会社が28社で、被買収会社が31社となっている<sup>(61)</sup>（図表2-3）。

伊藤論文におけるイベント・スタディにおいては、簡単なマーケット・モデルを使用して算出したAR（異常収益率）またはCAR（累積異常収益率）を指標として、イベント日を挟んだCARの推移が提示されている<sup>(62)</sup>。先行研究における米国市場での結果では、公表後に情報が速やかに織り込まれた後は変動がなく<sup>(63)</sup>、他方日本の場合は既に重要情報の公表日に向かって急速に株価が上昇し（特に被買収会社あるいは消滅会社）、公表日後においては、買収会社と被買

図表2-4 1971年から1987年の合併における両当事会社株価CARの推移



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

収会社の両当事会社の CAR がそろって下落している<sup>(64)</sup>(図表 2-4)。この CAR の変動をそのまま解釈すると、合併が公表された後においては CAR が下落しているということは、当該企業合併があたかも企業価値または株主価値を毀損するものであったと推認されてしまうのではないだろうか。

伊藤論文によれば、この合併公表日前後の被買収会社の CAR の推移から、「このように仮に-20 日から発表日までの CAR の動きがインサイダー取引に基づくものであるとすると、わが国における合併が被買収会社の株主に与える影響は無視しえないものとなろう。」<sup>(65)</sup>という。さらに買収会社と特に被買収会社については、合併公表日後数日間に CAR が下落し続けていることから(図表 2-4)、平均的に、合併はむしろ被買収会社にとって買収会社との間にシナジーを生むどころか、逆に企業価値を損なうもの(逆シナジー)と一般に予想されていると解されるという<sup>(66)</sup>。公表日前の数日間における CAR の上昇が全てインサイダー取引によるものかどうかは断定できないと思われるが、原因が何であれ、この公表日前の市場株価急騰の反動として、合併公表日後に市場株価が下落してしまったのであれば、価格形成が歪められたと推測できよう。合併公表日後に CAR が下げ止まらず、特に被買収会社は顕著な傾向を示しているが(図表 2-4)、これによって企業価値または株主価値が毀損したと判断されるのは問題がある。

さらに伊藤論文によれば合併公表日前後における CAR の日米比較分析から「米国では発表日後に CAR がほとんど変動していないのに対し、わが国では発表日後も CAR が下落を続けていることは、わが国の証券市場の非効率性を示唆するものといえよう。」<sup>(67)</sup>と結論付けている(図表 2-4)。この市場の非効率性が原因で、合併による株価効果が適切に市場株価に反映されないことにより、公表前に上昇した以上に公表後に急落し、あたかも多くの事案で企業価値が毀損したかのような評価がなされてしまう恐れがある<sup>(68)</sup>。このような事案に関連した価格決定裁判において、特に「ナカリセバ価格」を算定する場合には注意が必要となろう<sup>(69)</sup>。

(8) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』(商事法務, 2005) 221 頁, 江頭憲治郎『「会社法制の現代化に関する要綱案」の解説 [V]』商事法務 1725 号 (2005) 9 頁参照。

(9) 横浜地方裁判所昭和 47 年 1 月 21 日判例時報 666 号 91 頁〔和泉製菓株式買収価額決定申

- 請事件), 東京地決昭和 46 年 4 月 19 日下民集 22 卷 3・4 号 446 頁 [北日本製紙株式会社買取価格決定申請事件], 東京高決昭和 47 年 4 月 15 日判例タイムズ 279 号 338 頁 [北日本製紙株式会社買取価格決定申請事件抗告審決定], 第一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 卷 2 号 2161 頁 [前田製菓株式会社買取価格決定申請事件]。
- (10) 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注(5), 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日・前掲注(4), 東京高決昭和 58 年 12 月 14 日・前掲注(4), 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日・前掲注(6)。
- (11) 弥永・前掲注(1) 190 頁参照。
- (12) 関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会, 1983) 259 頁, 宍戸善一「合併公表後に株式を取得した者も株式買取を請求できるか——株価が上昇した場合の買取価格」ジュリスト 938 号 (1989) 79 頁, 上柳克郎『会社法・手形法論集』(有斐閣, 1980) 230 頁, 大隅健一郎＝今井宏『会社法論 上巻 第 3 版』(有斐閣, 1991) 503 頁, 藤田友敬「株式会社の企業金融(2) Law and Economics 会社法 (第 7 回)」法学教室 265 号 (2002) 76 頁, 弥永・前掲注 1) 191 頁参照。
- (13) 個別の裁判例については, 後掲の図表 2-1 (分類方法は異なるか) にある。ただし, 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・後掲注(6) (インテリジェンス事件高裁決定) と東京地決平成 21 年 3 月 31 日・後掲注(4) (日興コーディアル事件) は市場株価を参照しておらず, 前者は補正株価で, 後者は固定価格を参照し価格決定をした。
- (14) 岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」川浜昇ほか編『森本滋先生還暦記念——企業法の課題と展望』(商事法務, 2009) 101 頁, 田中亘『「公正な価格」とは何か』法学教室 350 号 (2009) 67 頁, 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号 (2009) 11 頁参照。
- (15) 江頭憲治郎『株式会社法・第 6 版』(有斐閣, 2015) 21 頁注(1) では, 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・後掲注(5) の市場株価を重視した価格決定の内容を受けて, 「意識的か否かはともかく, 日本の裁判所は, 上場株式の評価に関して, セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説のきわめて強固な信奉者である」という。
- (16) 飯田・前掲注(3) 44 頁。さらに, 飯田准教授によれば, 裁判所が市場株価を参照する別の理由として, 「日本の裁判所は, 市場価格が最も容易に入手可能な信用性の高い証拠だから活用しているにすぎず, 特定のファイナンス理論を前提とする意図はないのかもしれない。」(同 37 頁) とし, 市場株価を参照することが裁判所には「簡易な方策」であり, また訴訟経済といった面から正確性がなくてもやむを得ないと割り切っているかもしれないと指摘する。
- (17) 飯田・前掲注(3) 47 頁注(4)。
- (18) 飯田・前掲注(3) 42 頁。
- (19) 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) 16 頁によれば, 「株式買取請求を支配株主の利益相反的な合併等の行為からの少数株主救済手段として位置付ける議論と, シナジーの分配が不公正である場合の救済を株式買取請求で行うべきだ」という江頭説の議論とを総合すると, 平成 17 年改正の理論的な根拠を読み取ることができる。」という。ここで江頭説は, 「支配・従属関係にある会社同士の現金合併の場合に,

株式買取請求権でシナジーの分配を認めるべきだという立法論を展開していた。この江頭説こそが、株式買取請求権におけるシナジーの分配という改正の理論的な根拠として参考にされたと思われる。」(同 14 頁) という。

- (20) 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, 買取対価が買収会社の株式である組織再編の場合は, シナジーの経済価値はその有する株式の経済価値として享受することができるので, 当事会社の株主間でシナジーが適正に分配されているかどうかは, 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ふ。
- (21) 拙稿(ソフトロー研究 24 号)・前掲注(7) 25-28 頁(テコモ事件), 拙稿『「ナカリセバ価格」および「シナジー分配価格」を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出』ソフトロー研究 25 号 (2015) 29-30 頁(インテリジェンス事件), 本稿の III 章(図表 3-4)と IV 章(図表 4-5)参照。
- (22) 拙稿(ソフトロー研究 24 号)・前掲注(7) 1-49 頁参照。なお, 本稿では「シナジー価格補正」と「無裁定価格補正」は同じものとして扱う。
- (23) ここで「公正なシナジー分配」とは, あくまで両当事会社の市場株価に織り込まれたと推定されるシナジーの価値の範囲内で, 両当事会社間で公正に分配することを意味している。よって, 当該組織再編によって生み出されるとされる真のシナジー効果については, その全てが市場株価に織り込まれているわけではない。あくまで市場がシナジー効果を発見しそれを評価したものが市場株価に織り込まれており, そのシナジー価値の範囲内で, 公正とされる統合比率によって分配し直して補正したものが, 本稿でいうところの「シナジー補正価格」になることに注意が必要である。
- (24) 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) 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。この「異なる算定基準の選択的行使」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, 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁[お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。

一方で, この二基準間の選択的行使には, 否定的な見解もあり, 鳥山・前掲注(20)90-91 頁によれば, 裁判例の多くが採用しているように, あくまで企業価値の毀損有無(あるいはシナジー発生の有無)によって二基準間の何れかが決定されるべきであるという。また, 石丸将利「判解: 楽天対 TBS 事件」『最高裁判所判例解説民事篇<平成 23 年度 上>』(法曹会, 2014) 339 頁においても, 二基準間の選択については, 客観的な状況に従って決せられるべ

き問題であるということから何れか大きいほうを選択するという解釈は採用しがたいという見解である。

- (25) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 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〕。
- (26) 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 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〕。
- (27) 石丸・前掲注④338-339 頁参照。
- (28) 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。さらに、原秀六「合併シナジー分配の法理」(中央経済社、2000) 8 頁によれば、公正な合併比率の算定あるいはマイナスの合併シナジーの推計は困難であり、同書全体においてはそのような前提で論じられている。
- (29) 大井悠紀＝石川智也「18 株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く M&A・組織再編判例精選 (ジュリスト増刊)』(有斐閣、2013) 174 頁参照。さらに、株式買取価格決定申立事件における三つの最高裁判例によって解決されていない論点として、「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準」を取り上げている。それによれば、「いずれの最高裁判例も、組織再編によるシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準は示しておらず、下級審の判断もこの点については区々であるために、実務が安定しているとはいいがたい状況にある。」(同 174 頁) という。
- (30) 藤田・前掲注④283 頁によれば、株式買取請求権を行使した株主に対して、「いささか過剰な保護」を与える感が否めないと付言している。もっとも、弥永・前掲注②812 頁注③によれば、「株式買取請求は大なり小なり、株主に投機の機会を与えることに目をつぶって、反対株主の経済的利益を保護しようとする制度...」という見解もあるが、保護の度合が問題となるところではある。
- (31) 原・前掲注②29-68 頁においても、同様に 4 分類の切り口で分析を行っている。また近時の株式買取価格決定申立の裁判においも、特に合併比率や株式交換比率などの統合比率など組織再編における契約内容の公正性を判断する場合には、組織再編の両当事会社間の関係が重視される。その際に親子会社間のような従属的關係にあったかどうか特に重要視されている。

また、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、2001) 31-42 頁において、会社間の取引の当事者関係を「支配・従属会社間」か「独立当事者間」の二つに分類している。それぞれの定義は省略するが、江頭教授の分類ではさらに資本関係以外の人的な支配関係も含まれており範囲が広がっている。本稿での分類の範囲とは若干異なり、主に資本関係の有無だけに着目している。

- (32) 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注(5)。
- (33) 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日・前掲注(4)。東京高決昭和 58 年 12 月 14 日・前掲注(4)。
- (34) 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・前掲注(24)。
- (35) 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〕。
- (36) 東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁, 東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁, 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(26), 東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号 (2013) 239 頁。
- (37) 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日・前掲注(6)。
- (38) 神戸地決平成 21 年 3 月 16 日金融・商事判例 1320 号 59 頁。
- (39) 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, 東京高決平成 21 年 7 月 17 日金融・商事判例 1341 号 31 頁。
- (40) 東京地決平成 21 年 4 月 17 日 (東京地裁平成 20 年 (七) 第 177 号) 金融・商事判例 1320 号 31 頁, 東京地決平成 21 年 5 月 13 日 (東京地裁平成 20 年 (七) 第 233 号) 金融・商事判例 1320 号 41 頁。
- (41) 東京地決平成 21 年 3 月 31 日 (平成 20 年 (七) 第 109 号, 104 号, 第 111 号) 金融・商事判例 1315 号 26 頁, 東京地決平成 21 年 3 月 31 日 (平成 20 年 (七) 第 112 号) 金融・商事判例 1315 号 26 頁。
- (42) 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事法務 314 号 31 頁。
- (43) 東京地決平成 23 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁。
- (44) 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日 (大阪地裁平成 23 年(七)第 72 号) 判例時報 2152 号 139 頁, 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日 (大阪地裁平成 23 年(七)第 53 号, 同第 71 号) (判例集未登載) 商事法務 1965 号 99-100 頁, 大阪高決平成 24 年 5 月 30 日 (平成 24 年(ラ)第 216 号, 同第 316 号) (判例集未登載) 商事法務 1968 号 52-53 頁。
- (45) 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123-132 頁。
- (46) 東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁, 東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁, 最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁。
- (47) 科研製薬事件において, 科研化学と科研薬化工の両当事者会社の関係は, 厳密には相互に資本関係がないとはいえないのだが, かといって親子従属関係にあったわけでもない。科研化学の有価証券報告書 (1982 年 3 月 31 日) によれば, 科研薬化工が科研化学株を 670,000 株 (発行済株式総数の 2.72%) 保有し, 逆に科研化学が科研薬化工株を 2,220,765 株 (推定した発行済株式総数の 7.04%) 保有していた。本事案において裁判所は, 明示的に独立当事者関係にあったとは判断していたわけではないが, ここでは持合いの度合いが小さいと判断して, 他事案のような親子会社関係とは区別する意味で, 本事案においては独立当事者間関係と分類した。

もっとも本事案と一部類似した平成 17 年改正後の事案ではあるが, 吸収合併における両当事者社間の独立当事者性を明確に判断した裁判例もある。東京地決平成 22 年 11 月 15 日・前掲注(35)38 頁 (保安工業事件) では, 「合併両社相互の関係や合併両社と J R 東日本と

の関係をみても、合併両社は、相互に独立した当事会社として、本件吸収合併の可否やその条件等について相互に自社の利益の最大化を図って交渉することを期待できる状況にあったと認めるのが相当である。」と判示している。また「申立人は保安工業の株式(持株比率は0.96%)を、保安工業は申立人の株式(持株比率は0.97%)をそれぞれ有していた。」(同35頁)とあり両当事会社間に株式持ち合いがあったとしている。さらに、JR東日本は、2008年3月31日当時、申立人及び保安工業の合併両当事会社の主要取引先であり、かつ、両社の筆頭株主(持株比率はいずれも15.1%)であった。また、当時の合併両社の代表者がJR東日本の出身者であったほか、その他の役員にも同社の出身者が含まれていた。これらことから直ちに、JR東日本が両当事会社を実質的に支配していたと認定するものではないが、同社が筆頭株主あるいは主要取引先として、経営上大きな影響は持っていたと推測される。裁判所は「JR東日本が、合併両社の一方当事会社のみを有利に扱い、他方当事会社に殊更不利な条件で本件吸収合併を実現すべく働きかけるような関係にあったものと認めることはできないし、…」(同38頁)と判示し、両当事会社がJR東日本からの影響を受けておらず、独立当事者関係にあったことの判断理由としている。

以上、保安工業の事案においては、合併の両当事会社は互いに少数ではあるが株式を持つ兄弟会社のような関係にあったが、両会社の共通の筆頭株主(JR東日本)においては、会社内部における利益相反がなかったのか、そして一般論として兄弟会社間において裁判所が認定したように「相互に独立した当事会社」(独立当事者関係)にあることの判断基準については、今後の判例の蓄積と学説における議論の進展に期待するところである。何れにしても、このような事例を見るにつけ、科研化学と科研薬化工においては、相互に株式の持ち合いがあり、かつて親会社を共有した兄弟会社であったとしても、直ちに独立当事者性が否定されるものではないことになろう。

- (48) 消滅会社の存続会社に対する市場株価のディスカウントが存在するののかについては、可能な限り類似事案をサンプルとした実証分析をする必要があろう。現在分析段階ではあるが、三洋電機事件を除くすべての消滅会社への株式買取請求の事案について、統合比率公表日以後、存続会社の市場株価に対してディスカウントされていることを確認した。ディスカウントの度合は、事案によって差があるが、両当事会社の市場の流動性などの市場要因に影響を受けやすい傾向があるようだ。詳細については、別稿にて検討する予定である。
- (49) この非流動性に関連した株価のディスカウントの問題については、非上場会社の株式買取請求にからむ事件ではあるが、非上場会社の株式には市場性がないことを理由とする減価(以下「非流動性ディスカウント」という。)に関連した最高裁判所からの興味深い判断が示されている(最一小決平成27年3月26日金融・商事判例1466号8頁〔セイコーフレックス株式会社買取価格決定事件〕)。同決定によれば、「非上場会社において会社法785条1項に基づく株式買取請求がされ、裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、非流動性ディスカウントを行うことはできないと解するのが相当である。」と明確に判示している。同事件は非上場会社における株価評価で「収益還元法」が関連した価格決定ではあるが、本稿における上場会社株式評価における市場株価法にまで射程が及ぶかどうかは議論のあるところだが、射程が及ぶと仮定すれば、近い将来上場廃止または消滅す

る蓋然性の高い消滅会社において、上場廃止による流動性の低下が現在の市場株価に織り込まれたことによるディスカウントは修正されるべきということになる。

- (50) リチャード・A・ブリーリー＝スチュワート・C・マイヤーズ＝フランクリン・アレン著『コーポレート・ファイナンス 第10版 上』(日経BP社, 2014) 538-541頁においても、「裁定取引の限界 (Limits of Arbitrage)」に関連して、「裁定戦略のリスクが期待収益を上回るのであれば、価格がラインを外れ続けていてもおかしくはない。」という。取引費用以外にも、裁定取引は現実的には、無リスクであることはめったにないから、リスクに見合わない期待収益の機会が残ることも、裁定取引の限界の一つの要因となっているという。
- (51) 井上光太郎＝加藤英明『M&A と株価』(東洋経済新報社, 2006) 155-183頁の「第7章 合併比率と株価：合併アービトラージ取引の分析」を参照。
- (52) 拙稿 (ソフトロー研究 24号)・前掲注(7) 41-44頁参照。同拙稿の巻末の「付録1」には、「シナジー価格補正」のための「無裁定価格補正」として、「厳密法」と「簡便法」の二つの定式化がなされている。
- (53) 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頁において、あおみ建設事件とダブルクリック事件を題材とした「シナジー分配価格」の補正を検証している。両事案とも、消滅会社への株式買取請求の事案であるが、統合比率が公表された後に市場株価比率が統合比率にさや寄せされる傾向はみられているが、依然として存続会社の市場株価に対して消滅会社のそれがディスカウントされたまま上場廃止日を迎えている様子が観察された。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) 80-81頁においても、変動制株交換比率方式によって株式交換比率が確定した後の、市場株価比率は日興コーディアルの市場株価が若干ディスカウントされるような推移となっていた。
- (54) 例えば、先行研究として、拙稿 (青山ローフォーラム 4巻1号)・前掲注5333-68頁におけるダブルクリック事件や拙稿「完全子会社化における消滅株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』——ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件を題材に——」青山ローフォーラム 4巻2号 (2016) 259-293頁におけるダイワボウ情報システム事件などがある。
- (55) 拙稿「存続株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』——ノジマ株式買取価格決定申立事件を題材に——」青山ビジネスロー・レビュー 5巻1号 (2015) 61-95頁の「第5章 まとめと検討課題」参照。なお、このような事案に「簡便法」を採用する場合において、消滅会社の市場株価を参照し、その市場株価を統合比率で「割って」存続会社の補正株価 (「簡便法」) を計算する方法も計算式の上では考えられなくもないが、そのような方法に理論的な意味や利点が見いだせないから本稿では「簡便法」の計算方法から除外している。
- (56) 例えば、Peter Dodd “Merger proposals, management discretion and stockholder wealth”, *Journal of Financial Economics* Vol. 8, No. 2, (Jun., 1980), pp. 105-137. や Arthur J. Keown and John M. Pinkerton, “Merger Announcements and Insider

- Trading Activity: An Empirical Investigation”, The Journal of Finance Vol. 36, No. 4 (Sep., 1981), pp. 855-869. が伊藤・後掲注⑤9705頁に挙げられている。
- (57) 松尾弘之=山本健「日本のM&A—イベント・スタディによる実証研究—」経済経営研究 26 卷 6 号 (2006) 11 頁参照。さらに同論文によれば、イベント・スタディが要求する市場の効率性とは、企業価値に重大な影響を及ぼすと考えられる情報が初めて外部に公開されるときに、その瞬間において株価はその情報を価格プロセスの中に織り込むという形でプラスなりマイナスなりの反応が示されると定義している。しかし、日本における当事の市場環境においては、①インサイダー取引が野放しであったり、②マスコミによるスクープ報道が無秩序に行われ事前情報に基づく売買が行われたり、③取引コストや情報コストが高いことによって株価に情報が織り込まれるまでの時間がかかるということから、イベント・スタディに必要なセミ・ストロング型の市場効率性に問題があったという。
- (58) 松尾=山本・前掲注 57) 11 頁参照。さらに、1990 年代後半には、インターネットの発展や「タイムリー・ディスクロージャー・ルール」の制度の導入もあり、それ以後のM&Aの株価効果を測定するためのイベント・スタディが可能となるほどのセミ・ストロング型の市場効率性が担保されたという。
- (59) 伊藤邦雄「会社テークオーバーによる企業価値創造効果の日米比較」一橋論叢 101 卷 5 号 (1989) 686-706 頁参照。また、伊藤論文によれば「本研究の副次的効果として、そうした情報効果を点検することによって、わが国で現在問題とされているインサイダー取引に関する何らかの実証的示唆を得ることが期待される。」(687 頁)という。なお現在、伊藤邦雄教授は、経済産業省が取り組む「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—」プロジェクトの座長として、「最終報告書 (伊藤レポート)」をまとめているが、いわゆる「伊藤レポート」と本稿でいうところの「伊藤論文」とを混同しないよう注意する必要がある。
- (60) 伊藤・前掲注⑤9694 頁参照。
- (61) 伊藤・前掲注⑤9695 頁にある「表 2 サンプルの企業名と合併公表日」に掲載されているサンプル企業名リスト (29 件の合併事案) からの一部分を抜粋し掲載した。リストでは買収会社 (存続会社) が 28 件となっている理由が不明なのだが、恐らく「東京三洋電機」と「三洋電機」の両会社はそれぞれ別件で買収会社にもなっており、それをまとめて 1 社としたのではないかと推測した。この伊藤論文の 29 件よりも、松尾=山本・前掲注⑤7の実証分析で使用したサンプル数の方が多いことになる。また、本稿の図表 2-3 の事案における合併比率の数値は、田中秀明「上場会社の合併に関する実態調査の概要 [上]」商事法務 1111 号 (1987) 21-20 頁から引用した。
- (62) 伊藤・前掲注⑤9696-697 頁参照。
- (63) 伊藤・前掲注⑤9690-691 頁参照。
- (64) 伊藤・前掲注⑤9697-699 頁参照。
- (65) 伊藤・前掲注⑤9701-702 頁。
- (66) 伊藤・前掲注⑤9702 頁参照。
- (67) 伊藤・前掲注⑤9702 頁。

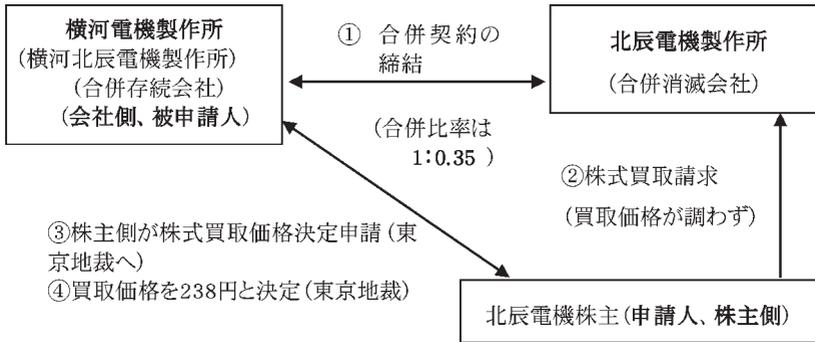
- (68) 本稿の巻末付録 2 において、北辰電機事件と科研製薬事件の二つの事案における、公表日前後の累積超過収益率の推移を提示している。北辰電機の場合は、企業価値または株主価値が毀損したかのような動きとなっている（後掲図表 A-3）。これは、伊藤論文における被買収会社の CAR の推移（本稿図表 2-4）と類似した動きのようにも見える。
- (69) 江頭・前掲注(15)20 頁によれば、「明らかにセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説の前提からの逸脱が認められる状況にある上場株式の評価を行う裁判所は、その時点の市場価格をいたずらに尊重することなく、市場が正常な状態であった時点の市場価格を基準とする...」というように、市場株価を参照して上場株式の評価を行う場合の注意点を指摘している。もっとも、ここで指摘しているのは未熟な投資家による「狼狽売り」や品薄になった少量の株式が実態価値と乖離した高値で売買される事態などを例示しており、インサイダー取引等の不正な取引による価格形成の歪みを指摘したのではない。しかし、未公表の情報インサイダー取引を通じて市場株価に織り込まれることは、あきらかにセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説に反する現象であるから、その時点の市場価格をいたずらに尊重すべきでない。よって、公表日前に市場株価が急騰した場合の「ナカリセバ価格」を算定するための起点となる日付については、市場が正常な状態であった時点の市場価格を基準にすべきということになる。

### III 北辰電機株式買取価格決定申請事件（消滅会社の事案）

東京証券取引所第一部上場の株式会社北辰電機製作所（以下「北辰電機」という。）を合併の消滅会社とし、東京証券取引所第一部上場の横河電機株式会社（商号変更後は株式会社横河北辰電機製作所、以下「横河電機」、「被申請人」または「会社側」という。）を存続会社とした合併に関する株主総会決議に、反対した北辰電機の株主（以下「株主側」または「申請人」という。）らが有していた北辰電機に係る普通株式 10,000 株の株式買取価格の決定を求めたのが北辰電機事件<sup>(70)</sup>（以下、本章では「本件」という。）である。本件合併は、独立当事者間のいわゆる対等合併と呼ばれるものであり、合併の消滅会社に対して反対株主による株式買取請求がなされた事案でもある。すなわち、「③独立当事者間の消滅会社」（図表 2-3）に分類される事案ということになる。

本件の反対株主（申請人）は本件合併計画の公表後に株式を取得しているが、その買取請求日（1982 年 12 月 22 日）の後に北辰電機と買取価格につき協議した。株主側は諸般の事情を勘案して、1 株につき 310 円による買取価格を主張した。しかし、株主総会決議の日から 60 日以内に協議が整わなかったため、株主側は、商法 408 条ノ 3 第 2 項の規定にもとづき、保有する北辰電機の買取価格の

図表 3-1 北辰電機株式会社買取価格決定申請事件の概要図



図表 3-2 北辰電機株式会社買取価格決定申請事件の主な動き<sup>(71)</sup>

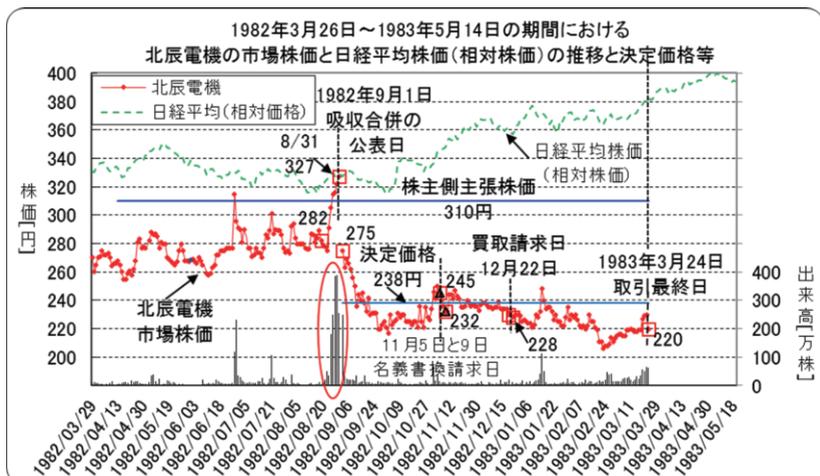
| 日付 \                     | 主な動き  |
|--------------------------|---|
| 1982年8月31日               | 横河電機と北辰電機は、合併契約書に調印をなし、翌年4月1日付で合併することの合意が成立した。                                      |
| 1982年9月1日                | 日本経済新聞朝刊はじめ各紙に合併および合併比率（合併比率は北辰電機の1株に対して横河電機0.35株）についての報道がなされ、同日両社より公表された。          |
| 1982年10月28日              | 北辰電機により臨時株主総会招集のため、同年11月12日を基準日と設定する旨の公告がなされた。                                      |
| 1982年11月5日と<br>同月9日の両日   | 申請人が北辰電機に対し名義書換請求をした（それぞれ各5,000株）。市場株価終値は、それぞれ245円と232円であった。                        |
| 1982年12月20日<br>(株主総会決議日) | 北辰電機の臨時株主総会において、被申請人会社（商号変更前は横河電機）を存続会社とし、北辰電機を消滅会社とする合併契約書を承認する決議がなされた。同日の終値は234円。 |
| 1982年12月22日<br>(株式買取請求日) | 同日付書面をもって申請人所有の本件株式を買い取るべき旨の意思表示をした。  |
| 1983年3月24日               | 北辰電機、東京証券取引所の市場取引最終日。   |
| 1983年3月25日               | 北辰電機は、東京証券取引所第一部の上場廃止。  |
| 1983年4月1日                | 合併の効力発生日。   |
| 1983年7月4日                | 横河北辰電機が合併の登記をしたので、北辰電機の一般承継人となった。   |
| 1983年10月11日              | 東京地裁、買取価格を238円と決定した。  |

決定を裁判所に申請した。

### 1 東京地決昭和58年10月11日の概要と問題点

東京地決昭和58年2月10日では、裁判所は、まず商法408条ノ3第1項における「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」の趣旨に触れ、それは「合併承認決議の影響を受けることなくして形成されたと想定される合併承認決議当日の交換価格」と判示した。さらに、株式買取請求権の趣旨が、会社合併の場合に、他方当時会社の内容や合併条件などによって不利益を被るおそれがある少数株主について、経済的な救済方法を図るためのものであるとしている。その上で、本件合併計画の公表後に、株式を取得した株主は、この経済的な救済を当然には顧慮する必要がないとし、買取価格を決定するにあたっては、商法408条ノ3第1項の規定が直ちに適用されず、合併を前提として形成される市場価格によるべきとし、また取得時の価格をこえることはないとした。その上で、申請人が名義書換請求をした1982年11月5日と同月9日の市場株価(終値)は、それぞれ245円と232円であり、その平均値である238円(円

図表3-3 北辰電機市場株価の日次推移<sup>(72)</sup>と裁判所決定価格等



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

未満切捨て) を決定価格とした。この決定を不満として株主側は抗告したが、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日では原審の決定を支持し抗告棄却とした。

裁判所は、申請人が名義書換請求をした当時、特段の事由のない限り、会社に対する関係では、この日を株式取得日と考えるべきとしている。つまり、あたかも市場株価を参照あるいは考慮した価格決定であるかのように見えても、実際は市場株価とは関係なく価格決定していることになる。この裁判所の決定には「買取価格は取得価格を超えない市場株価としつつ、市場株価が低くても取得価格とする矛盾を犯している。これでは、買取価格は常に取得価格であることに等しい。」<sup>(73)</sup> というように学説から鋭く矛盾点が指摘されている。確かに株主は市場から市場価格で株式を取得するから、取得価格は取得時の「市場株価」には違いないが、裁判所が取得価格をもって決定価格としても、本件においては市場株価を考慮したとは言えないだろう。

北辰電機の市場株価は合併公表日の数営業日前から急騰し、合併公表日後には急落している(図表 3-3)。合併公表後の同時期に日経平均株価(相対価格)は上昇傾向にあったのとは対照的に、北辰電機の市場株価は大きく下落していることから、同社の企業価値または株主価値が毀損したかのようにも見える。さらに、この市場株価と出来高の動きも不自然である、合併公表日前から、急激に出来高が増えていることからすると、合併に関する情報が事前に漏れていたのではないかと推察されてしまう。これは、IV章で取り上げる科研製薬事件の場合においても、同様な市場株価の動きが観察されている(図表 4-3)。これらは先の伊藤論文で述べられていたように、両事案がサンプルとして含まれるイベント・スタディによる実証研究の結果からインサイダー取引等その他の不公正な取引による影響が疑われている<sup>(74)</sup>。このことから本件では、北辰電機における市場株価の価格形成に問題がありそうである。次節において、両当事会社の市場株価比率(=北辰電機株価/横河電機株価)を観察することにより、市場の情報効率性を実際の株価データを用いて検討する。

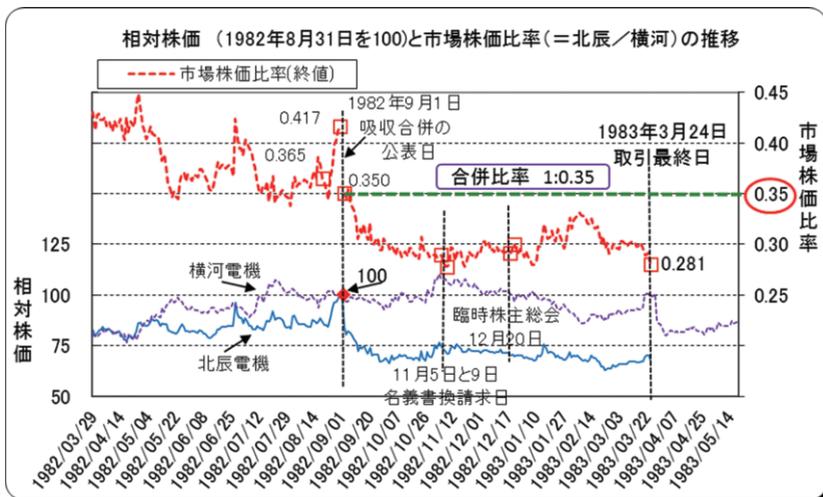
## 2 市場株価比率(=北辰電機/横河電機)の推移

本件では、企業価値または株主価値の毀損有無については、裁判所は判断していないが、合併公表日後において両銘柄とも下落しており、「ナカリセバ価格」が採用されるべき事案のようにも見える。また、合併比率(1:0.35)が公正か

どうかについても判断されていない。この合併比率が公正か否かは別として、この合併比率が公表された後に、実際の市場株価（比率）にどの程度合併比率が織り込まれているかを確認する。すなわち、合併比率の公表日（1982年9月1日）以降の市場株価比率（＝北辰電機株価／横河電機株価）の推移がどの程度、公表された合併比率（1：0.35）に鞘寄せされたかを観察することになる（図表3-4）。

市場株価比率（＝北辰電機／横河電機）の推移（図表3-4）や合併比率（1：0.35）との乖離度合の数値（図表3-5）の様子から明らかのように、北辰電機の市場株価においては、合併比率という市場株価に与える影響が重大な情報が市場株価に織り込み切れしていたとはいえない。さらに、市場株価比率は0.35を大きく下回っており、消滅会社となった北辰電機は、存続会社の横河電機の市場株価と比較して割安に放置されたことから価格形成に問題があったと推察できる。合併の公表前からの急騰などインサイダー情報あるいは市場に漏れた情報

図表3-4 北辰電機と横河電機の相対株価と市場株価比率の推移



注：合併比率が公表された1982年9月1日（株式市場の終了後）の翌営業日に、北辰電機株が大きく下落した。それにより、市場株価比率（＝北辰電機株価／横河電機株価）は公表日前の0.417（1982年8月31日）から0.350（1982年9月2日）へと大きく下落する。その後3ヶ月程度の間は、0.3を下回るまでになり、一時合併比率の0.35に鞘寄せするかにみえたが、結局取引最終日では、終値ベースの市場株価比率で0.281となり、0.35との乖離は大きい。

図表 3-5 市場株価比率の基本統計量と乖離度合（合併の公表日後～取引最終日）

| 市場株価 \    | 営業<br>日数 | データ数 | 基本統計量 |       | 合併比率 0.35 に対する<br>乖離 |
|-----------|----------|------|-------|-------|----------------------|
|           |          |      | 平均    | 標準偏差  |                      |
| ①終値ベース    | 156      | 156  | 0.30  | 0.015 | -3.36                |
| ②VWAP ベース | —        | —    | —     | —     | —                    |

注：公表された合併比率が市場株価に織り込まれる期間，すなわち合併と合併比率が公表された日である 1982 年 9 月 1 日の翌営業日である 2 日から 1983 年 3 月 24 日までの市場株価データ（終値のみ）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「合併比率 0.35 に対する乖離」は，市場株価比率の平均から合併比率 0.35 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，合併比率と市場株価比率との乖離度合が大きく，合併比率が市場株価に織り込み切れていないことを意味する。本件では，この乖離の数値 (3.36) が大きいため，公表された合併比率が十分に織り込まれたとはいえないだろう。

による投機的で不公正な市場売買取引が横行したことの副作用あるいは反動によって，北辰電機株の市場株価における健全な価格形成が阻害された可能性が高いと考えられる。この市場株価比率の推移は，テクモ事件における両当事会社の市場株価から算出される市場株価比率（＝テクモ市場株価／コーエー市場株価）のパターンと似ているようにも思われる<sup>(75)</sup>。

上場会社である存続会社は，合併後においても上場が継続するが，消滅会社は合併の効力発生前に上場廃止になるのが一般的である。合併比率が公表されてから消滅会社が上場廃止になるまでの期間，公正とされる統合比率よりも市場株価比率（＝消滅会社株価／存続会社株価）が小さい，すなわち存続会社の市場株価に対して消滅会社のそれがディスカウントされている事案が見られる<sup>(76)</sup>。原因はともあれ，公表された合併比率が市場株価に織り込まれていないのであれば，織り込ませるように株価補正をするべきである。

### 3 「シナジー補正価格」（「厳密法」と「簡便法」）の算定

合併比率が公正であることを前提として，公正なシナジー分配を担保するために市場株価比率と公正とされる合併比率が一致するよう株価を補正する「シナジー価格補正」には，前述したように「厳密法」と「簡便法」の二種類がある。原則的には，「厳密法」を使用すべきであるが，これは両当事会社の株価を同時に補正することになる。つまり，消滅会社が「厳密法」を採用した場合は，存続会社も「厳密法」を採用することになる。他方で「厳密法」を使用するま

でもない、あるいは使用できない場合においては「簡便法」を採用することになる。この場合、消滅会社への価格決定で「簡便法」を採用するときは、存続会社の市場株価を参照することになり、その場合存続会社側では補正を行わず、単に市場株価を参照するだけという点に注意が必要である。つまり、「簡便法」では消滅会社の株価だけを補正することになる。

北辰電機の事案において、「シナジー分配価格」を算定するために「簡便法」と「厳密法」の両手法による具体的な算定例を以下に提示する。最初に「厳密法」による補正株価の算定を本事案の数字を当てはめ検討する。この計算のために必要となる各種数値を検討することになるが、まずは時価総額を算出する際にも必要となる、発行済株式数から検討する。両当事会社の発行済株式総数は、合併の効力発生日前日（1983年3月31日）で、北辰電機が71,165,581株で、横河電機が130,622,633株となっている<sup>(77)</sup>。北辰電機の場合は、買取請求があった株式数（10,000株）を控除したものを発行済株式総数とすると、北辰電機と横河電機それぞれの発行済株式総数は、

$$N_H = 71,155,581 (= 71,165,581 - 10,000) \quad (3-1)$$

$$N_Y = 130,622,633 \quad (3-2)$$

となる。株式交換比率は1:0.35で北辰電機1株に対して、横河電機株が0.35株引き渡されるから、それぞれ $\alpha_Y = 1.0$ と $\alpha_H = 0.35$ として代入する。また北辰電機への株式買取請求日（1982年12月22日）における横河電機と北辰電機の市場株価（終値）は、それぞれ、 $P_Y = 760$ 円と $P_H = 228$ 円であるから、これを補正株価の算式に代入する。横河電機の補正株価「厳密法」 $P_Y^*$ は

$$\begin{aligned} P_Y^* &= \frac{P_Y N_Y + P_H N_H}{\alpha_Y N_Y + \alpha_H N_H} \times \alpha_Y \\ &= \frac{760 \times 130,622,633 + 228 \times 71,155,581}{1.0 \times 130,622,633 + 0.35 \times 71,155,581} \times 1.0 = 742.6 \text{ 円} \end{aligned} \quad (3-3)$$

と算出され<sup>(78)</sup>、他方の北辰電機の補正株価 $P_H^*$ は以下のように計算することができる。

$$P_H^* = (\alpha_H / \alpha_Y) \times P_Y^* = (0.35 / 1.0) \times 742.6 = 259.9 \text{ 円} \quad (3-4)$$

以上から、横河電機と北辰電機の補正株価「厳密法」が計算することができたが、北辰電機の市場株価終値が228円に対して、同補正株価が259.9円であり、両数値には無視できない差がある。

次に「簡便法」を採用した株価補正を検討するが、これは合併の存続会社である横河電機の市場株価に対して、合併比率（1：0.35）から0.35株を乗じることにより北辰電機の補正株価「簡便法」を簡単に算出することができる。

$$\text{北辰電機の補正株価} = \text{横河電機の市場株価} \times 0.35 \text{ 株} \quad (3-5)$$

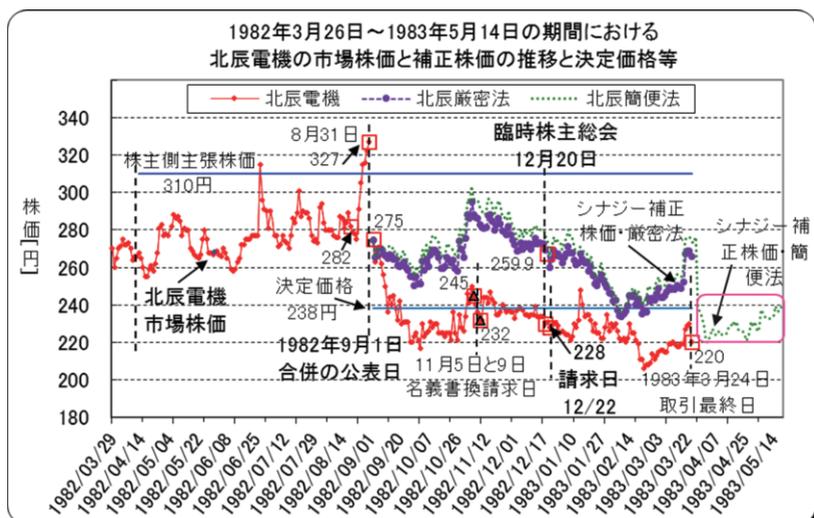
図表 3-6 北辰電機市場株価，市場株価比率および補正株価等の値

| 日付                       | 市場株価 [円]<br>(終値) |           | 市場株価<br>比率<br>(①/②) | シナジー補正価格 [円]<br>北辰電機 |                     |
|--------------------------|------------------|-----------|---------------------|----------------------|---------------------|
|                          | ①北辰<br>電機        | ②横河<br>電機 |                     | ③「厳密法」               | ④「簡便法」<br>(=②×0.35) |
| 1982年8月31日               | 327              | 785       | 0.417               | —                    | —                   |
| 1982年9月1日(合併公表日)         | 市場取引停止           |           | —                   | —                    | —                   |
| 1982年9月2日                | 275              | 785       | 0.350               | 274.8                | 274.8               |
| 1982年11月5日               | 名義書換<br>請求日      | 245       | 0.289               | 288.2                | 296.5               |
| 1982年11月9日               |                  | 232       | 0.278               | 282.6                | 292.3               |
| 1982年12月20日(株主総会日)       |                  | 230       | 0.293               | 269.1                | 276.5               |
| 1982年12月22日<br>(株式買取請求日) |                  | 228       | 0.300               | 259.9                | 266.0               |
| 1983年3月24日(取引最終日)        |                  | 220       | 0.281               | 265.7                | 274.4               |
| 1983年3月25日               | 上場<br>廃止         | 780       | —                   | —                    | 273.0               |
| 1983年3月26日               |                  | 790       | —                   | —                    | 276.5               |
| 1983年3月28日               |                  | 688       | —                   | —                    | 240.8               |
| 1983年3月29日               |                  | 675       | —                   | —                    | 236.3               |
| 1983年3月30日               |                  | 670       | —                   | —                    | 234.5               |
| 1983年3月31日               |                  | 653       | —                   | —                    | 228.6               |
| 1983年4月1日<br>(合併効力発生日)   |                  | 631       | —                   | —                    | 220.9               |

注：北辰電機の「シナジー補正価格」において、「③「厳密法」」の算定には両方の市場株価が必要となるので、北辰電機の上場廃止日(1983年3月25日)以後は、計算できない(「—」で表示)ことを意味する。「④「簡便法」」では、「②横河電機」(市場株価)×0.35株の式を使用した。つまり、「簡便法」であれば、北辰電機の上場廃止後においても、横河電機の市場株価は存在するので算定は可能である。その計算結果を見ると取引最終日の274.4円から合併効力発生日の220.9円へと暴落し、これは北辰電機の取引最終日における市場株価終値(220円)にあたかもさや寄せされるかのような値動きとなっているが原因は不明である。また、また、1982年9月2日では、「③厳密法」と「④簡便法」の補正株価(274.8円)と市場株価(275円)の差額が小さいのは、市場株価比率が偶然にも0.350となり、市場株価が合併比率の1：0.35を織り込んでいるからである。

この式から、北辰電機の「簡便法」による補正株価は、266.0円 (=760円×0.35) となる。「厳密法」による 259.9円と比較して約 6.1円の差がある。また、補正後の補正株価比率 (=北辰電機の補正株価/横河電機の市場株価) は、合併比率の 0.35 と一致することは式(3-5)から自明である。合併で吸収される側の北辰電機株主にとっては、合併効力発生日には、北辰電機の株式 1株に対して横河電機の普通株式が対価として 0.35株受け取るとは確実である。よって北辰電機の市場株価よりもむしろ横河電機株式 0.35株の市場価格が実質的な対価価値といえよう。すなわち、この対価価値は、先の式(3-5)による「簡便法」による「シナジー価格補正」による補正株価と同額ということになるから、北辰電機の株主間の平等を担保できる価格算定ともいえる。

図表 3-7 北辰電機の市場株価と二つの補正株価の推移



注：「北辰電機」(市場株価)の二か所に「△」で記されているのは地裁決定価格を参照された二つの名義書換請求日における市場株価(245円と232円)である。「シナジー価格補正」の補正株価は、合併公表日(1982年8月31日)の翌営業日から算出することになる。「厳密法」と「簡便法」による計算結果には若干の差額が観察されるが、両価格と市場株価とを比較すると大きな差がある。つまり、合併比率が公正であることを前提とした場合、この市場株価では公正なシナジー分配が実現されていないことになるから、補正株価を採用すべき事案ということになる。北辰電機の「簡便法」(横河電機株主×0.35株)による計算結果を見ると取引最終日(1983年3月24日)後から合併の効力発生日(1983年4月1日)にかけて、あたかも暴落したかのようにみえる。あるいは北辰電機の取引最終日における市場株価終値の220円にあたかもさや寄せられるかのような値動きとなっているが原因は不明である。

本事案では合併比率の公表日以後、おおよそ三つの価格は、以下の式

補正株価「簡便法」 > 補正株価「厳密法」 > 市場株価

で示される大小関係を維持しながら推移している様子が観察される（図表 3-7）。本件は旧商法の事案であり価格決定において「シナジー分配価格」という概念を導入する余地はない。しかし、「ナカリセバ価格」は採用されておらず<sup>(79)</sup>、請求権行使株主の取得価格を推定して決定価格とされていることから、むしろ株主側の「ナカリセバ価格」による主張価格が棄却されたということに近いだろう<sup>(80)</sup>。一応は、市場株価を参照しているように見えるが、これはあくまで株主の取得価格を推定するためでしかない。

現行の会社法であれば、反対株主に対して公正なシナジー分配まで保障されることになり、本件において市場株価を採用するのは問題がある。何故なら、株式買取請求日における北辰電機の市場株価終値は 228 円で、「シナジー補正価格」による「簡便法」では 259.9 円となり、約 30 円の差は 10% 以上にもなるからである。逆に言えば、合併比率を所与とすると、この市場株価には合併比率を反映したシナジー分配が不完全であるといえる。よって「シナジー分配価格」を採用できたとするならば、とても市場株価を参照できるものではなく、適正な株価補正をすべきである。ただし、特段の事情があって「シナジー分配価格」による救済の必要がないと裁判所が判断した場合は請求棄却的な意味で、あえて市場株価を参照し決定価格とすることも裁判所の裁量であろう。

なお、株式買取請求株主の主張価格は 310 円ではあるが、その具体的な算定根拠の記述は決定書からは見当たらない。この価格水準から推定すると、合併公表日直前の数日間の市場株価の水準に近いことから（図表 3-7）、株主は「ナカリセバ価格」による救済を意図したように推測できる。本章では本稿で算定した「ナカリセバ価格」は提示していないが、合併公表日以前の営業日を起点として日経平均株価を相対化した価格を「ナカリセバ価格」と仮定すれば、公表日以後市場株価や補正株価を大きく上回った推移となっている（後掲図表 5-2）。なお詳細については、V 章において分析結果を提示している。

(70) 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日・前掲注(4)、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日・前掲注(4)。

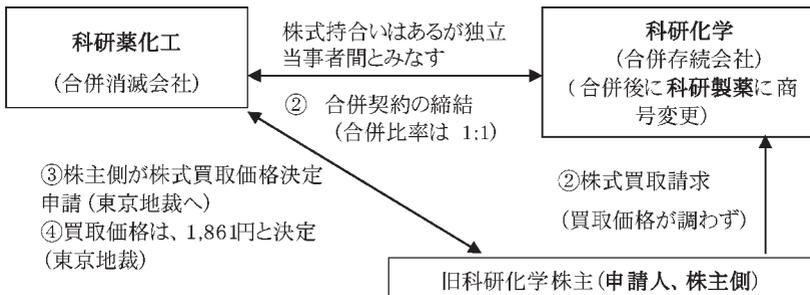
- (71) 北辰電機事件の決定書および日本経済新聞の記事の情報を総合して作成した。また日本経済新聞の記事については、日経メディアマーケティング株式会社が配信するデータベース(日経テレコン)から取得した。以下本稿においては、特に断りがない限り新聞記事等は日経テレコンから取得している。
- (72) 本稿で提示する市場株価等を用いた分析においては、特に断りのない限り TOPIX、日経平均株価、および個別銘柄株価(終値などの四本値)等の日次データ(配当を含まない)は、全て日経 NEEDS-Financial QUEST: Version 2.1 より入手した。
- (73) 大塚龍児「会社の合併と株式の買取請求価格」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選(別冊ジュリスト 100 号)』(有斐閣, 1988) 207 頁。また、飯田・前掲注(19)10 頁注(17)によれば、北辰電機事件は「例外的に、ナカリセバ価格に従わない裁判例として、…」であるという。
- (74) 伊藤・前掲注(69)686-706 頁参照。
- (75) インサイダー取引が問題となった事案ではないが、類似の事案としては、テコモとコーエーの組織再編に関連し、テコモ側に株式買取請求があり裁判所の価格決定がなされたテコモ事件(前掲注(36))がある。同事案においても、経営統合の公表日や株式移転比率の公表日数日前から市場株価が上昇(急騰)した。森田果「会社訴訟における統計的手法の利用——テコモ株式買取請求事件を題材に——」商事法務 1910 号(2010) 13 頁では、統計的手法を用いた尺度により「高騰」の有無を判断するための基準にしようと試みている。さらに、異常に高騰した市場株価については、特に実証分析(empirical analysis)をする場合、その取り扱いに注意が必要であるという。他方で、弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定〔下〕」商事法務 1922 号(2011) 47 頁注(61)によれば、「客観的価値を超える株価の高騰か否かは、市場の相場を離れて、株式の客観的価値の大きさを十分な信頼性をもって確定することができない以上、さらに判断し難い。」という。何れにしても「高騰」の定義と判断が難しいところだが、少なくとも会社の基礎を変更するような重要な情報の公表日前にあった株価の「高騰」は別途検討すべきであると思われる。
- (76) 繰り返しになるが合併比率を基準とした消滅会社の存続会社に対する市場株価のディスカウントが存在するののかについては、実証研究による調査が必要である。前掲注(48)参照。
- (77) 横河北辰電機製作所の有価証券報告書(1983年3月31日)1頁と北辰電機製作所の有価証券報告書(1983年3月31日)1頁を参照。なお、北辰電機と横河電機の両社間では持合い株は見当たらない。
- (78) 「厳密法」における数式については、拙稿(ソフトロー研究 24 号)・前掲注(7) 41-44 頁の巻末の「付録 1」に提示されているものを若干修正して使用している。なお同拙稿では、共同株式移転における定式化をしており、本稿における合併の事案をそのまま当てはめることはできない。つまり、株式移転比率と合併比率では定義が異なるので、数式への当てはめには、若干の工夫が必要になる。
- (79) 合併公表日の市場株価終値の 327 円には、合併の公表というイベントの情報が織り込まれて価格形成された可能性が高く、この未公表の情報に基づく取引がなければ形成されであろう価格が実質的な「ナカリセバ価格」になるとと思われる。
- (80) 飯田・前掲注(3) 42 頁では、シナジー分配価格を算定する類型において、株式買取請求権

の行使日における市場株価を参照されることは、反対株主の観点からは、実質的な救済を否定され、「請求棄却的な効果」を持つという見解をとっている。旧商法においては、「シナジー分配価格」という概念が存在せず、「ナカリセバ価格」しかないで、それが認められず、市場株価あるいはそれ以外の価格が参照されるということは、株主側の請求が棄却されたと同様の効果があるということになろう。もっとも、裁判所は市場株価を参照するというよりも、株主側の名義変更が請求された日を取得日とみなして、その市場株価を参照している。当然ながら、「シナジー分配価格」という文脈は存在せず、むしろ株主側の主張価格を棄却した決定といえよう。

#### IV 科研製薬株式買取価格決定申請事件（存続会社の事案）

当事東京証券取引所第一部市場に上場していた科研化学株式会社（以下、「科研化学」、「被申請人」または「会社側」という。）を存続会社（合併後は商号を変更、「科研製薬」という。）とし、同じく東京証券取引所第二部市場に上場していた科研薬化工株式会社（以下「科研薬化工」という。）を消滅会社とする合併契約書につき、1982年6月29日に科研化学の株主総会の承認決議がなされた。この合併に反対した株主は、株主総会に先だち被申請人に対し、書面をもって合併に反対する旨意思表示し、かつ総会において、合併契約書の承認に反対し。反対株主である申請人らは、1982年7月8日に保有していた科研化学に係る普通株式（合計3,300株）の株式買取請求を行ったが、決議日から60日以内に会社側との協議が整わなかったことから、株主側は商法408条ノ3第2項の規定にもとづき、保有株式の買取価格の決定を裁判所に申請したのが科研製薬

図表 4-1 科研製薬株式買取価格決定申請事件の概要図



図表 4-2 科研化学と科研薬化工の合併および科研製薬事件の主な動き<sup>(82)</sup>

| 日付 \                         | 主な動き   |
|------------------------------|--|
| 1982 年 3 月 26 日              | 一割無償増資の公表。同年 4 月 1 日付で実施。  |
| 1982 年 4 月 22 日<br>(合併公表日)   | 科研化学と科研薬化工は 10 月 1 日付で対等合併(科研化学を存続会社として、商号を科研製薬に変更)し、合併比率を 1:1 にすると新聞発表(日本経済新聞同日付夕刊)した。                          |
| 1982 年 5 月 1 日               | 科研化学と科研薬化工は合併契約書に調印。   |
| 1982 年 6 月 29 日<br>(株主総会決議日) | 科研化学の株主総会において、科研薬化工との合併契約書につき承認決議がなされた。申請人は右合併に反対だったので、総会に先だち被申請人に対し、書面をもって合併に反対する旨意思表示し、かつ総会において、合併契約書の承認に反対した。 |
| 1982 年 7 月 8 日<br>(株式買取請求日)  | 申請人は、株主総会決議の日から 20 日以内の被申請人に到達の書面で、同会社に対し、申請人保有の株式を買取るべき旨の意思表示をした。   |
| 1982 年 7 月 28 日              | 7 月末現在の株主に対し、1:0.35 の無償割当増資を行うことを公表したことから、同日市場株価が 1,980 円(27 日終値)から 1,620 円と下落した。同年 8 月 1 日付で無償増資を実施。            |
| 1982 年 9 月 30 日<br>(取引最終日)   | 消滅会社である科研薬化工は、10 月 1 日に合併を理由に東京証券取引所第一部において上場廃止となるため、市場取引の最終日を迎える。   |
| 1982 年 10 月 1 日              | 本件合併の効力発生日。  |
| 1983 年 2 月 10 日              | 東京地裁、買取価格を 1,861 円と決定した。   |

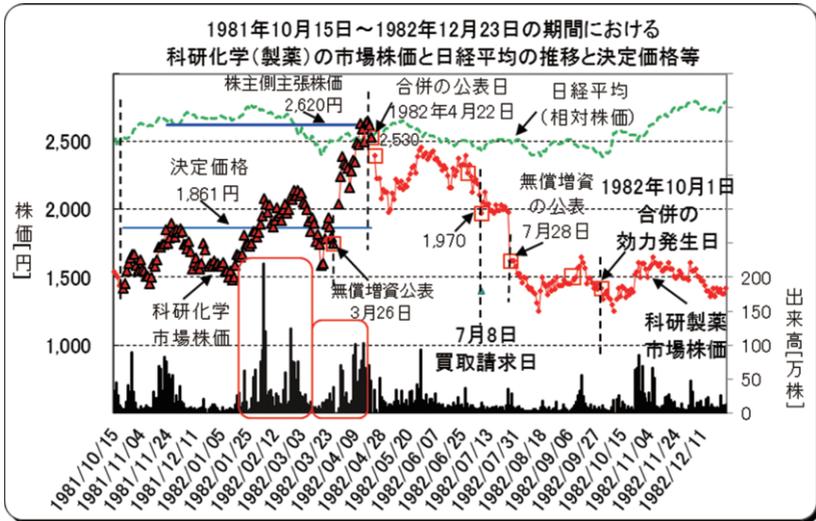
事件<sup>(81)</sup>(以下、本章では「本件」という。)である。

本件は、独立事業者間のいわゆる対等合併の事案であり、合併の存続会社に対して反対株主による株式買取請求がなされた事案である。さらに両当事会社は互いに資本関係のない独立当事者関係にあったと推察されるため<sup>(83)</sup>、本稿では「①独立当事者間の存続会社」(図表 2-1)に該当する事案として分類している。また、本件では株主側(申請人)が 1 株につき 2,620 円(合併に関する新聞発表の前々日の終値)による買取価格を主張したのに対して、会社側(被申請人)は 1,353 円(後に 1,727 円とした。)を主張した。

## 1 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日の概要と問題点

東京地決昭和 58 年 2 月 10 日では、「市場価格を最大限に尊重すべく、従って一定期間における市場価格平均価格をもって公正ナル価格というべきだろう。」

図表 4-3 科研化学（科研製薬）の市場株価の日次推移<sup>(84)</sup>と決定価格等



注：合併について新聞報道された1982年4月22日（合併公表日）の前日における科研化学の終値2,530円と一致するように日経平均株価を相対化した。その相対株価と科研化学の市場株価推移を比較すると合併が新聞報道されたあとは、日経平均がほぼ横ばいの推移となっているのに対して、科研化学はそれを大きく下回るような株価の推移にみえる。これは、1982年7月28日に、同月末株主に対して1:0.35の無償割当増資を行うと公表したことから、1,980円（27日終値）から同日市場株価が1,620円へと大きく下落した。実際、増資調整した株価で比較すると（図表4-4）、ここまで大きく下落していないことがわかる。また、合併の公表日前4か月間において、科研化学の出来高が大きく増加し市場株価も大きく変動している点に注意すべきである。特に3月26日の割無償増資公表日後に急騰したようにもみえる。

と判示し、主に合併公表日前の市場株価の平均値を基礎として算定された1,861円をもって決定価格とした。この価格決定において市場株価を参照することの論拠としては、科研化学の株式が当事東京証券取引所第一部市場の上場銘柄であることを前提として、「市場価格は多数の売手と買手とが株式のもつ価値を考慮にいて取引を行い、価格を形成したものであるから、株式のもつ実質的な企業価値を自然に株価に投影させ、最も信頼できるものといってよいと思うからである。」と裁判所は判示している。

ところで会社側（被申請人）の主張価格は、市場株価を基礎とした以下の①から④までの4種類の方法で計算した「平均価格」に、類似業種比準方式による評価価格（338円）を加えてそれらを単純平均した価格を主張していた。

- ① 合併発表前日(1982年4月21日)以前6か月間の平均価格は1,711円。
- ② 同3か月間の平均価格は1,920円。
- ③ 同1か月間の平均価格は2,250円。
- ④ 1982年3月26日の無償増資前6か月間の平均価格は1,564円。

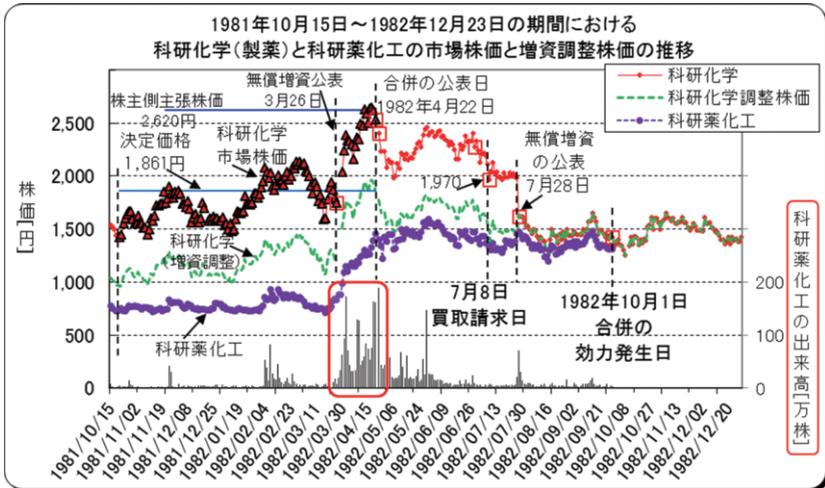
これら、①から④までの平均価格は、いずれも東京証券取引所の後場終値(増資調整しないそのままの市場株価)を参照し、平均の計算値は四捨五入している。しかし、会社側が主張する5つ目の算定結果である類似業種比準方式による評価(338円)について、裁判所は決定価格の算定から除外している。つまり、上記①から④までの単純平均値である1,861円(= (1,711円+1,920円+2,250円+1,564円) / 4)を決定価格としている。

本件の価格決定において裁判所は市場株価に一応の信頼を置き尊重しつつも、複数の平均株価のさらにその平均値を採用するなど慎重な算定方法を採用している。合併公表日前から科研化学の株式は出来高を伴って上昇しており、特に公表日前の1か月間の市場株価は先の①から③までの平均株価が投機的な価格形成の影響を受けることになる。前述したように平均値の算定には、これら三つの平均株価が含まれているから、結果的に他の期間(公表日の1か月以上前)の市場株価よりも重みが付いたことになる。この場合、例えば公表日後1か月間を除いた市場株価で平均株価を計算するなど単純な対処方法もありうる。しかし、前述したように理論的には「回帰分析的手法」による補正株価を用いて株式買取請求日における「ナカリセバ価格」を算定すべきであるが、本件においてはそれを適用して算定するには若干の注意や工夫が必要となっており、それはV章において検討している。

## 2 無償割当増資を調整した市場株価の推移

科研化学の市場株価の推移を観察すると合併公表日後から効力発生日まで、大きく下落したかのような推移となっており(図表4-4)、あたかも企業価値または株主価値が毀損したかのような市場株価の変動を示しているようにみえる。これは実際、合併の公表日前後において、科研化学の株式は無償の株主割当増資またはその公表が行われているからである。何故そのようなことをするかというと、市場株価を他方当事会社(本件では科研薬化工)の市場株価に対して1:1の比率にさや寄せさせたいからであるという<sup>(85)</sup>。よって合併の公表

図表 4-4 科研化学と科研薬化工の市場株価等の日次推移と裁判所決定価格等



注：▲で示されたのは裁判所の価格決定で参照された科研化学の市場株価の推移を示している。科研化学（増資調整株価）は、1982年7月28日公表（1：0.35）と1982年3月26日公表（1：0.1）の無償増資による希薄化の影響を取り除いた株価調整を行っている。すなわち、1982年7月28日公表日以後は科研化学の市場株価と増資調整株価が等しくなるように、7月28日以前の市場株価を過去へ遡及するように株価を調整していることになる。

日前からの市場株価の変動を観察するためには、無償増資による影響を修正するような株価調整が必要になる<sup>(86)</sup>。何の調整もせず、単純に「ナカリセバ価格」として、合併公表日前の市場株価を参照するには問題があるのは明らかである。無償増資の権利落ち前後あるいは無償増資が公表された日前後の市場株価には比較可能性がなくなるからである。

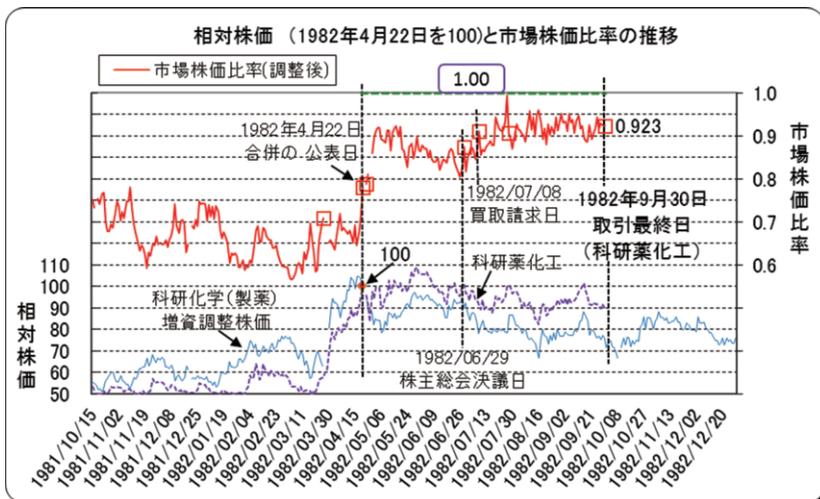
そこで本稿では科研化学の株価補正の算定においては、無償増資を調整した市場株価を使用する。無償増資を公表した7月28日以前の科研化学の市場株価を無償増資による影響を遡及的に調整する<sup>(87)</sup>。そうすると、増資調整をした科研化学の株価においては、増資公表日前後の不連続な市場株価の下落が解消されたように見える（図表4-4）。もっとも、増資調整しても科研化学の合併公表日直後における急落とその後も依然として株価が下落傾向にあったことには変わりがない。他方で、合併公表日直前から急上昇した科研薬化工の市場株価は、合併公表日以後は科研化学（増資調整後株価）に対して、緩やかにさや寄せさ

れるような動きが観察される(図表4-4)。この増資調整後の科研化学の株価を使用して、公表された合併比率(1:1)が両当事会社の市場株価から算定される市場株価比率にどの程度織り込まれたかを次節で検討する。

### 3 市場株価比率(=科研薬化工/科研化学)の推移

本件の合併契約において最も重要な情報である合併比率(1:1)が、その公表後において実際の両当事会社の市場株価にどの程度織り込まれたかを観察することができる。まず市場株価比率(=科研薬化工株価/科研化学(増資調整後株価))が、公表された合併比率にどの程度さや寄せされたかを観察する<sup>(88)</sup>(図表4-5)。合併比率という情報が市場株価に織り込まれる様子から当時の市場における情報効率性の程度が部分的ではあるが確認することができる。市場株価比率(=科研薬化工株価/科研化学株価)や合併比率との乖離の推移(図表4-5と図表4-6)から明らかのように、科研化学と科研薬化工の両市場株価に

図表4-5 科研化学(増資調整後)と科研薬化工の相対株価と市場株価比率の推移



注：1982年7月末日時点の株主に対して1:0.35の無償増資(実質的には1:1.35の株式分割と同じ効果)を行っている影響を取り除いた調整株価(科研化学)を使用して計算した市場株価比率では、合併比率(1:1)の1.0に向けてさや寄せする傾向にはあった。科研薬化工の市場取引最終日においては0.923となり、依然として乖離が大きいといえよう。

図表 4-6 科研化学の市場株価と市場株価比率（増資調整前後）

| 日付 \ 市場株価・比率              | 市場株価 [円]<br>(終値) |              | ③科研化学<br>(増資調整<br>株価) [円] | ④調整後市場<br>株価比率<br>(①/③) |
|---------------------------|------------------|--------------|---------------------------|-------------------------|
|                           | ①科研<br>薬化工       | ②科研<br>化学    |                           |                         |
| 1982年4月23日(公表日翌日)         | 1,400            | 2,400        | 1,777.8                   | 0.79                    |
| 1982年6月29日(株主総会)          | 1,470            | 2,270        | 1,681.5                   | 0.87                    |
| <b>1982年7月8日(株式買取請求日)</b> | <b>1,330</b>     | <b>1,970</b> | <b>1,459.3</b>            | <b>0.91</b>             |
| 1982年7月28日(無償割当)          | 1,470            | 1,620        | 1,620                     | 0.91                    |
| <b>1982年9月30日(取引最終日)</b>  | 1,310            | 1,420        | 1,420                     | 0.92                    |
| 1982年10月1日(合併効力発生日)       | 上場<br>廃止         | 1,340        | 1,340                     | —                       |

注：「③科研化学(増資調整株価)」は、7月28日の無償割当増資以後は、「②科研化学」の市場株価(調整なし)と同額であるが、それ以前の市場株価に対して増資調整を行っているため、③と②の株価は異なっている。

においては、合併比率という合併における重要な情報が十分ではないが、おおよそ市場株価に織り込まれる傾向にあったといえる。しかし、この市場株価比率と合併比率の乖離の度合を数値化すると大きな乖離度合を示していることから(図表4-7)、市場株価をそのまま参照した価格決定には問題がある。「シナジー分配価格」を算定する場合には、市場株価をそのまま参照すべきではなく、合併比率を完全に織り込ませた補正株価を使用すべきである。

ところで、市場株価比率は、科研薬化工の取引最終日にかけて、無視できな

図表 4-7 増資調整後市場株価比率の基本統計量（合併の公表日後～取引最終日）

| 市場株価 \   | 営業日数 | データ数 | 基本統計量 |      | 合併比率1:1<br>に対する乖離 |
|----------|------|------|-------|------|-------------------|
|          |      |      | 平均    | 標準偏差 |                   |
| ①終値ベース   | 128  | 127  | 0.89  | 0.04 | -2.84             |
| ②VWAPベース | —    | —    | —     | —    | —                 |

注：公表された合併比率が市場株価に織り込まれる期間、すなわち合併と合併比率が公表された日である1982年4月22日(株式市場の終了後)の翌営業日から市場取引最終日(他方当事会社の科研薬化工)の1982年9月30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「合併比率1:1に対する乖離」は、市場株価比率の「平均」(0.89)から調整合併比率1.00を引いた値を市場株価比率の「標準偏差」(0.04)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、調整合併比率と市場株価比率との乖離度合が大きく、公表された合併比率が市場株価に織り込み切れていないことを意味する。

い乖離は残しつつも、合併比率に対して収束するような推移が観測できたが(図表4-6)、これは、科研薬化工あるいは科研化学の何れの市場株価の価格形成に原因があるのか、それとも両方に原因があるのかの三通り考えられる。科研化学に原因があるとしたら、同銘柄は当時東証一部市場に上場していたから市場取引における出来高(流動性)に問題はなく価格形成に問題があった可能性は低い。実際、合併公表の翌営業日以降から取引最終日までの128営業日において、データ上出来高がなかった営業日が1営業日(1982年4月26日)あるが、同営業日前後の営業日における出来高がそれぞれ49,000株と515,000株となっており、これをもって流動性面で問題があったとは言えないだろう。他方で、科研薬化工は128営業日において全て出来高が観測されており、また当時東証二部市場に上場していたことから、一部市場上場の科研化学とは若干流動性が劣るとしても(図表A-5参照)、それから直ちに価格形成に問題があった可能性は低いだろう。

やはりIII章で検討した北辰電機事件と同様に、公表された合併比率と市場株価比率(=消滅会社株価/存続会社株価)の乖離の状況から、本件でも存続会社の市場株価に対して消滅会社のそれがディスカウントされている。前述したように、それは消滅会社が将来上場廃止になり、流動性がなくなることに対するディスカウントや信用取引における空売り制約(科研化学側)や裁定取引の限界などさまざまな理由が考えられる。当時の市場を取り巻く法制度や市場取引を支える情報通信技術などを総合的に考えれば、この程度の比率の乖離でも十分効率的と言えた可能性もある。何れにしてもこの乖離の原因がどうであれ、この乖離をなくすような補正が必要であるから、その点について次節において検討する。

#### 4 「シナジー補正価格」(「厳密法」と「簡便法」)の算定

公正なシナジー分配を市場株価に織り込ませるために、市場株価比率が公正とされる合併比率と一致するように株価を補正することを「シナジー価格補正」という。前述したように、この補正には「厳密法」と「簡便法」の二種類あるが、どのような場合においても原則は「厳密法」である。本件においては、存続会社への株式買取請求の事案ではあるが、独立当事者間のいわゆる対等合併でもあり、また市場株価比率と合併比率の乖離が大きいことから「厳密法」へ

の期待が高まることになる。

最初に具体的な補正の計算をするために必要となる各種数値を取得する必要がある。まずは時価総額を算出する際に必要となる発行済株式数から検討する。科研化学における発行済株式総数は36,531,1000株(合併直前時点における)となっており<sup>(89)</sup>、他方の科研薬化工の発行済株式数は合併の効力発生日(1982年10月1日)の直前時点で推定31,524,765株と推定した<sup>(90)</sup>。合併効力発生日直前においては両当事者間での持合い株式数は、科研化学が科研薬化工の普通株式を2,220,765株保有し、逆に科研薬化工が科研化学株を904,500株(無償増資前は670,000株)保有していた<sup>(91)</sup>。ここで発行済株式総数からこれら持合い株式数や買取請求株式数(3,300株)を控除した株式総数をここでの発行済株式総数として調整すると、科研化学と科研薬化工それぞれ、

$$N_K = 35,623,200 \quad (=36,531,000 - 904,500 - 3,300) \quad (4-1)$$

$$N_Y = 29,304,000 \quad (=31,524,765 - 2,220,765) \quad (4-2)$$

のように算出される。合併比率は1:1で科研薬化工1株に対して、科研化学株が1株引き渡されるから、それぞれ $\alpha_Y = 1.0$ と $\alpha_K = 1.0$ として代入する。また科研薬化工への株式買取請求日(1982年7月8日)における科研薬化工と科研化学の市場株価(終値)はそれぞれ、 $P_Y = 1,330$ 円と $P_K = 1,459.3$ 円(増資調整)であるから、これを補正株価の算式に代入する<sup>(92)</sup>。そうすると科研化学の補正株価「厳密法」 $P_K^*$ は

$$\begin{aligned} P_K^* &= \frac{P_Y N_Y + P_K N_K}{\alpha_Y N_Y + \alpha_K N_K} \times \alpha_K \\ &= \frac{1,330 \times 29,304,000 + 1,459.3 \times 35,623,200}{1.0 \times 29,304,000 + 1.0 \times 35,623,200} \times 1.0 = 1,400.9 \text{円} \quad (4-3) \end{aligned}$$

と算出され、科研薬化工の補正株価 $P_Y^*$ を以下のように計算することができる。

$$P_Y^* = (\alpha_Y / \alpha_K) \times P_K^* = (1.0 / 1.0) \times 1,400.9 = 1,400.9 \text{円} \quad (4-4)$$

以上から、科研化学(増資調整後)と科研薬化工の合併比率が1:1であることから両銘柄とも補正株価は1,400.9円の同額となる。科研化学の市場株価が1,459.3円であるから、補正することによって59円程度下落し、逆に科研薬化工の場合は1,330円から71円程度上昇することになる。また、補正後の株価比率(=科研薬化工の補正株価/科研化学の補正株価)は、合併比率の1.0と一致

することから、補正株価には合併比率が織り込まれたともいえる。

次に、「簡便法」による株価補正を検討する。科研化学は存続会社であるから、市場株価の 1,459.3 円をそのまま採用することになる<sup>(93)</sup>。他方の科研薬化工の「簡便法」における補正株価を算出する必要はないのだが、あえて算出式を示すと以下ようになる。

$$\text{科研薬化工の補正株価} = \text{科研化学の市場株価} \times 1.0 \text{ 株} \quad (4-5)$$

この式から、科研薬化工の「簡便法」による補正株価は、1,459.3 円 (=1,459.3 円×1.0 株) となる。つまり、合併比率が 1:1 なので科研化学の増資調整後市場株価そのものを参照するだけということになる。

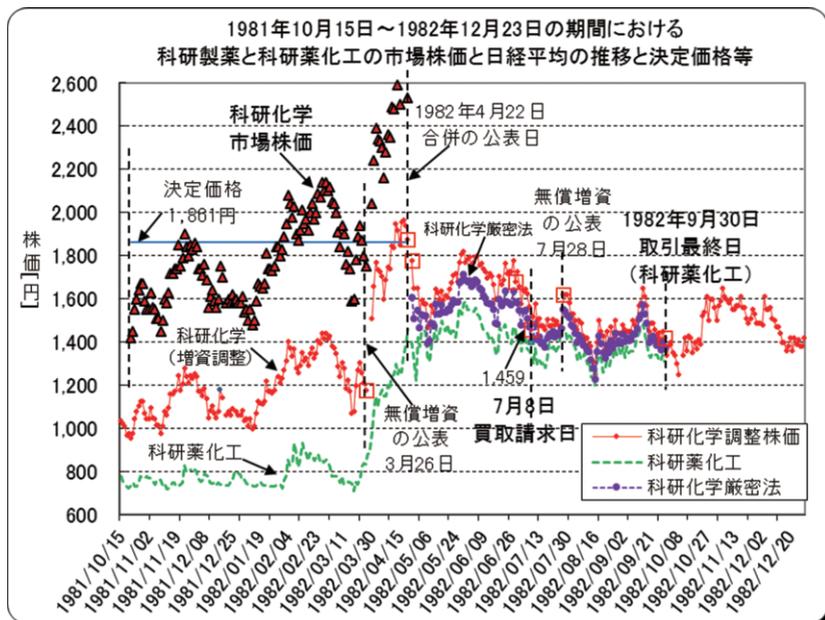
図表 4-8 科研薬化工と科研化学（増資調整）の市場株価および各補正株価

| 日付 \ 株価等                            | 市場株価 [円] (終値) |                 | 調整市場株価比率<br>(①/②) | シナジー補正価格 [円]<br>(終値ベース) |          |                |          |
|-------------------------------------|---------------|-----------------|-------------------|-------------------------|----------|----------------|----------|
|                                     | ①科研薬<br>化工    | ②科研化学<br>(増資調整) |                   | 「厳密法」                   |          | 「簡便法」          |          |
|                                     |               |                 |                   | 科研薬<br>化工               | 科研<br>化学 | 科研薬<br>化工      | 科研<br>化学 |
| 1982 年 4 月 23 日<br>(公表日翌日)          | 1,400         | 1,777.8         | 0.79              | 1,511.1                 |          | 1,777.8        |          |
| 1982 年 6 月 29 日<br>(株主総会)           | 1,470         | 1,681.5         | 0.87              | 1,586.0                 |          | 1,681.5        |          |
| <b>1982 年 7 月 8 日<br/>(株式買取請求日)</b> | <b>1,330</b>  | <b>1,459.3</b>  | <b>0.91</b>       | <b>1,400.9</b>          |          | <b>1,459.3</b> |          |
| 1982 年 7 月 28 日<br>(無償割当増資日)        | 1,470         | 1,620           | 0.91              | 1,552.3                 |          | 1,620          |          |
| 1982 年 9 月 30 日<br>(取引最終日)          | 1,310         | 1,420           | 0.92              | 1,370.4                 |          | 1,420          |          |
| 1982 年 10 月 1 日<br>(合併効力発生日)        | 上場<br>廃止      | 1,340           | —                 | —                       |          | 1,340          |          |

注：科研化学の無償割当増資日（7月28日）の前日以前の市場株価は増資調整を行っているが、7月28日以降は、そのままの市場株価となっている。「シナジー補正価格」の算定においては、両当事会社の補正株価は同額となる。また、「簡便法」では、「②科研化学」市場株価（増資調整）×1.0株の式を使用する。つまり、「②科研化学」の市場株価（増資調整）をそのまま参照するのと同じことになる。「厳密法」の算定には、「①科研薬化工」と「②科研化学」の両方の市場株価が必要となるので、科研薬化工が上場廃止（10月1日）となった後は、計算できないことを意味する。「簡便法」であれば、上場廃止後においても、存続会社である科研化学の市場株価は存在するので算定は可能である。

本事案においては、独立当事者間の組織再編における存続会社（科研化学）への株式買取請求であるため、特に親子会社間の合併における消滅会社の場合と比べて、資本多数決による少数株主保護が問題とはならないだろう。さらに、市場株価比率は公表日以後1.0を下回って推移していたことから、存続会社の科研化学の市場株価は、科研薬化工のそれに対して合併比率を基準とした場合に割高となっていた。そのような状況で科研化学株を「厳密法」による「シナジー価格補正」をすると市場価格（1,459.3円）を下回る価格（1,400.9円）に補正されることになる（図表4-8）。このように市場株価を下回る補正株価をあたえて裁判所は採用できるかということが問題となる。独立当事者間における

図表 4-9 科研化学（製薬）の増資調整後市場株価と補正株価等の推移



注：▲で記されているのは地裁決定価格で参照された科研化学の「生の」市場株価（公表日前6か月間）であるが、増資調整した科研化学の株価とは大きな乖離があることに注意が必要である。合併比率は1：1であるから、増資調整した科研化学の株価と科研薬化工の市場株価は、完全ではないが取引最終日（科研薬化工の）に向けてさや寄せされるような動きとなっている。「厳密法」による「シナジー価格補正」の補正株価は、合併が公表された日（1982年4月22日）の翌営業日から算出することになるが、増資調整した科研化学の株価と科研薬化工の市場株価の中間に位置するような推移となっている。

シナジー分配に関しては、両当事会社の株主間で可能な限り平等に分配でき、補正の前後で両当事会社の時価総額合計（あるいは市場が発見したシナジーの額）が変化しない「厳密法」による補正株価は両当事会社株主にとっては公正であると考えられる<sup>(94)</sup>。よって、この場合補正株価が市場株価を下回ることもやむを得ないことであろう。他方で、消滅会社側の科研薬化工の場合は、市場株価を上回るような株価補正（1,330円から1,400.9円へ）になり（図表4-8）、特に違和感はない。

合併（および合併比率）の公表日以後、科研薬化工の市場株価と科研化学の市場株価（増資調整）、および科研化学の補正株価（「厳密法」による「シナジー補正価格」）の三つの価格はほぼ連動するような推移となっており、特に取引最終日にかけて両株価は、おおよそ互いにさや寄せされるかのような価格の推移が観察できる（図表4-9）。なお、ここでは明示的に「ナカリセバ価格」を提示してはいないが、合併の公表日の前営業日（1982年4月21日）の1,874.1円を起点とした日経平均株価の相対価格を「ナカリセバ価格」とみなせば、公表日以後市場株価や補正株価を上回った推移となっている（後掲図表5-4）。詳細については、V章において分析結果を提示している。

(81) 東京地決昭和58年2月10日・前掲注(5)。

(82) 東京地決昭和58年2月10日・前掲注(5)および日本経済新聞の記事、「科研化学と科研薬、10月に対等合併。」日本経済新聞夕刊（1982年4月22日）1面、「科研化と科研薬10月合併で科研製薬設立——業界20位に浮上、販売・開発力強化へ。」日経産業新聞（1982年4月23日）13面や有価証券報告書等の情報を総合して作成した。

(83) 「科研化学と科研薬、10月に対等合併」日本経済新聞夕刊（1982年4月22日）1面によれば、「科研化学と科研薬は、もともと旧理化学研究所の研究成果を企業化する形で出発したいわば兄弟企業。当初、科研化学が生産部門、科研薬化工は販売部門となっていたが、その後、それぞれ医薬品メーカーとして独立し、五十一年春以降は両社間の販売の委託関係も解消していた。」という。社名の二文字が「科研」で共通し、また相互に株式の持合い（前掲注(4)参照）のある兄弟会社ではあるが親子関係までではなく、互いに強い資本関係がないことから、本稿では両当事会社を独立した当事者であるとしみなしている。

(84) 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-Financial QUEST: Version 2.1より入手した。

(85) 「合併比率の決め方、非喜こもごもの舞台裏——唯一・絶対の答えなし。」日経産業新聞（1983年4月12日）16面の記事によれば、「両社が山一証券経済研究所に依頼して算出し

てもらった企業の価値評価は科研化一に対し科研薬〇・六八。これを一对一に近づけるため科研化は八月に三割五分の無償増資を行った。この場合、まず一对一が合併の前提で、価値評価を算定するのは無償の幅を決めるために行うのである。」という。科研製薬事件においてもいわゆる対等合併ということで合併比率が1：1となっているが、実際のところ評価機関等の企業価値評価の結果が1：1という比率から乖離しているような場合は、それが市場株価にある程度反映されており、既存株主への無償割当増資によって科研化学の株式を希薄化し、市場株価比率が1：1に(見かけ上)さや寄せされるような調整をしたことになる(図表4-4)。

- (86) 東京地決昭和58年2月10日・前掲注(5)112頁によれば、「右資料によれば、右の事実が認められしかも右の算定方法は特段不合理な点もなく、かえって本件株式の価格算定には最も適切な算定方法と考えられるから、これをもって本件株式の一株あたりの公正な価格というべきである(なお、無償増資分修正済。)」とあり、無償増資による希薄化を考慮して、それを修正したようにも読める。ただし、具体的にどのように修正したかの記述がない。
- (87) 最後に無償増資を公表したのは1982年7月28日であるが、同年8月1日付で増資は行われているから同日が権利落日となると考えられる。しかし、市場株価は前日の1,980円(27日終値)から同日には1,620円(28日終値)へと大きく「下落」したように、あたかも公表と同時に権利落ちしたかのような株価変動となっている。よって、この場合は特に、無償増資の権利落ちによる調整は、公表日ベースで行う必要がある。
- (88) 科研製薬事件については、科研化学の市場株価は無償増資を修正したものを使用する。田中秀明「上場会社の合併に関する実態調査の概要〔下〕」商事法務1112号(1987)29頁によれば、合併比率の算定の結果が1：1ではないが、合併前に何れかの当事会社が無償増資等を行い、最終的に1：1の合併比率に調整するという事例がみられるという。この科研化学の事案がそうであり、合併公表前においては、科研化学と科研薬化工の市場株価には大きな乖離があったところに、合併比率が1：1で合併を行うと公表している。よって、そのままの市場株価推移を単純に観察するとあたかも科研化学株が公表日以後暴落しているように見えてしまう(図表4-4)。そのため増資によって希薄化した科研化学の株式を市場取引の最終日から過去にさかのぼって、合併公表日前の無償割当増資(1：0.1)と公表日後のそれ(1：0.35)を調整すると科研化学の増資調整後株価は、科研薬化工の市場株価にさや寄せされるような推移となって観察されることになる(図表4-4)。
- (89) 科研化学の有価証券報告書(1982年3月31日)1頁では、発行済株式総数が24,600,000株で、同年4月1日付で1：0.1の同年8月1日付で1：0.35の無償増資を行ったから、合併直前時点では36,531,100株(=24,600,000×1.10×1.35)と算定される。
- (90) 科研薬化工の有価証券報告書(1982年3月31日)が見当たらず、科研薬化工の発行済株式数は、科研製薬(旧科研化学)の有価証券報告書(1983年3月31日)1頁の発行済株式数(65,835,000株)から合併による増加数を控除し、科研化学保有分(2,220,765株)を足したもの31,524,765株(=65,835,000-36,531,000+2,220,765)として算定した。
- (91) 科研化学については有価証券報告書(1982年3月31日)2頁、28頁を参照した。同年3月31日時点で、科研薬化工が保有していた科研化学株は670,000株で、これは1：0.35の

無償増資によって、904,500株(=670,000株×1.35)に増加したと推定する。

- (92) 「厳密法」における数式については、拙稿(ソフトロー研究24号)・前掲注(7)41-44頁の巻末の「付録1」に提示されているものを若干修正して使用している。同拙稿の定式化においては、共同株式移転の事案を扱っていることから、株式移転比率における数値の当てはめを合併比率に対応するように工夫する必要があることに注意が必要である。
- (93) 存続会社への株式買取請求の事案において、消滅会社の市場株価を使用して、「簡便法」による株価補正を計算することは数式上可能ではあるが、そのようなことは本稿においては考えない。一般的に、吸収合併でも株式交換でも買取の対価として存続会社株式が交付されるわけだから、消滅会社株式の市場株価を用いて存続会社の補正株価を算出するという考え方は誤りである。なお、本件と同様に存続会社への株式買取請求に関連した裁判例は多くないが、その裁判例を事例研究した論稿として、拙稿(青山ビジネスロー・レビュー5巻1号)・前掲注(5)がある。補正の対象は株式買取請求を受けた側の株価になるのであるが、一般に「シナジー価格補正」においては、存続会社と消滅会社の両方をセットで補正すべきである。つまり、一方が「厳密法」で、他方が「簡便法」という選択肢はない。また、「簡便法」においては、消滅会社側だけを補正することになり、存続会社側は市場株価をそのまま参照し採用することになる(本稿巻末の付録1の住友軽金属事件を参照)。前述したように、その逆、すなわち、消滅会社の市場株価によって、存続会社の株価を「簡便法」によって補正することはない。
- (94) 一物一価または無裁定の条件による「シナジー価格補正」の背後には、両当事会社株主が経済合理的に行動することが前提となっている。例えば、科研化学株主は、科研薬化工の市場株価と比較して割高な自己保有の科研化学株を市場で売却(取引最終日では1,420円)して、同時に割安な科研薬化工を購入(取引最終日終値では1,310円)する。科研薬化工株に対しては合併後に科研化学(製薬)の株式が交付されるから、科研化学の株式を保有したままの時と同じポジションになる。しかし、売却代金と購入代金の差額110円(=1,420円-1,310円)が現金でそのまま収益(手数料等は考慮していない)となり、それが無リスクで確定されるというフリーランチの機会(裁定機会)が科研化学の株主にはあったと推測される。これに気づいて多くの科研化学株主が同様の取引を行えば、科研化学と科研薬化工の価格差は縮小に向かい、フリーランチの機会は消滅し、市場株価と補正株価がほぼ一致する状態になる。よって、科研化学株主には、そのような裁定機会を有効に活用すべきであったという論拠も無裁定の条件を前提とした株価補正(「厳密法」と「簡便法」の両方)の考え方にはある。つまり、科研化学の補正株価が市場株価よりも低くなるのを避けたいのであれば、このフリーランチの機会を活用すべきである。

また、藤田・前掲注(94)288頁によれば、理論的にはシナジー分配が不利な当事者に買取請求が発生することになるという。そうすると分配が有利な科研化学側には、再分配が発生せず、むしろ多く分配されたシナジーを調整(減額)することもあり得ると思われる。

## V 総合評価

III章で北辰電機事件、IV章で科研製薬事件、および巻末の付録1に住友軽金属事件について、「シナジー分配価格」のための補正株価を中心に検証した。本章では、第一にこれら三つの事案におけるシナジー補正株価の算定結果を整理し、第二に公表日前に急騰した場合における「ナカリセバ価格」を検証した。その上で、第三にこれら「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」とする二基準間の選択的行使による算定結果を検証した上で、本稿における価格検証の結論を整理した。

### 1 「シナジー補正価格」の評価

III章、IV章、および巻末付録1で検証した三つの事案はどれも、旧商法の事案であり、当然ながら「シナジー分配価格」が考慮されたものではない。そこをあえて株価補正を用いた「シナジー分配価格」を算定し裁判所の価格決定と比較し検証している。それによって、当時の株式市場の状況においても「シナジー分配価格」が適用可能であったか、さらにその補正をする場合、「簡便法」と「厳密法」何れで行うのが適切であったかの検証を行っている。この検証の結果、「シナジー分配価格」を算定する場合、子会社を合併した存続会社への株式買取請求であった住友軽金属事件（付録1）では株式買取請求日の市場株価をそのまま参照し、それ以外の二事案である北辰電機事件（III章）と科研製薬

図表 5-1 「シナジー分配価格」の価格決定方法の分類と本稿の事案の結論

| 当事会社                |             | 株式買取請求を受ける当事会社の種類                       |  |
|---------------------|-------------|---|--|
|                     |             | 存続株式会社等                                 | 消滅株式会社等                                  |
| 組織再編<br>の当事者<br>間関係 | 独立当事<br>者関係 | ①独立当事者間の存続会社<br>原則、「厳密法」<br>科研製薬事件（IV章） | ③独立当事者間の消滅会社<br>原則、「厳密法」<br>北辰電機事件（III章） |
|                     |             | 例外、市場株価                                 | 例外、「簡便法」                                 |
|                     | 親子等従<br>属関係 | ②親子等従属関係の存続会社<br>原則、「厳密法」               | ④親子等従属関係の消滅会社<br>原則、「厳密法」                |
|                     |             | 例外、市場株価<br>住友軽金属事件（付録1）                 | 例外、「簡便法」                                 |

事件 (IV章) では、「厳密法」による「シナジー価格補正」による補正株価を採用すべきという結論となった (図表 5-1)。

北辰電機と科研製薬の二つの事案で「厳密法」になった要因としては、両事案がいずれも独立当事者間の合併契約によるものであるということ以外に、両当事者間の市場株価比率と合併比率との乖離 (以下「比率の乖離」という。) が大きかったことが挙げられる。そのため「簡便法」と「厳密法」との誤差が無視できない水準にあったことも「厳密法」が採用される要因の一つとなろう。つまり、「簡便法」は「厳密法」と近似関係にあるから、両手法による補正株価の価格差が無視できないときには、「簡便法」を採用すべきではなく、原則として「厳密法」によるのが適切である。

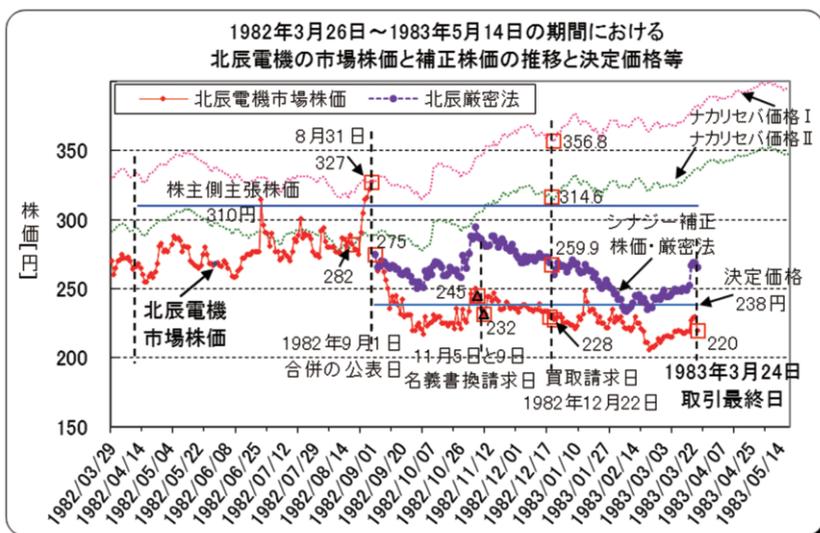
二つの比率の乖離も北辰電機の場合と比較して大きくはないが、科研化学 (製薬) は、合併の存続会社であり、また他方当事会社 (消滅会社) に対してプレミアムの状態となるから「厳密法」で補正すると市場株価よりも補正株価の方が低くなるという特徴がある。「簡便法」であれば存続会社なので、市場株価をそのまま参照することになるが、同事案では独立当事者間の両当事会社の時価総額が同水準にあるいわゆる対等合併であるから「簡便法」では「厳密法」との誤差が大きく、「簡便法」を使用すべきではない。他方の北辰電機は消滅会社であるから、科研化学の場合より少数株主保護が重要となる。さらに比率の乖離が大きく、合併比率を基準として他方当事会社の市場株価に対するディスカウントが大きいことから、北辰電機の「シナジー補正価格」は市場株価を大きく上回ることになり補正の効果が大きいといえる。

何れにしても、理論的には「シナジー価格補正」においては、補正前後で両当事会社の時価総額合計が変化しない「厳密法」を原則的に採用するのが組織再編の両当事会社の株主にとって公正であると考えられる。ただし、一方の当事会社 (消滅会社) が上場廃止になった場合には「厳密法」での補正株価は算出できない。よって、平成 17 年改正後会社法が適用された近時の株式買取価格決定の事案のように、反対株主による株式買取請求が消滅会社の上場廃止後に行われたときは、参照できる市場株価はもはや存在しないし、両当事会社の市場株価が必要となる「厳密法」による補正株価も算出できないから、その場合には例外的に「簡便法」を採用するという選択肢もあり得よう。

## 2 「ナカリセバ価格」の評価（北辰電機事件の場合）

「ナカリセバ価格」は合併の承認決議がないとしたら形成されたであろう合併承認決議日の市場株価であるとする解釈もあるが、学説では「合併が株式の市場価格に及ぼす影響を排除する必要性から、実務的には、合併計画公表直前の市場価格（計画が漏れていないことが条件となるが）を、その後の市場全体・業種全体の動向および当該会社の決算状況等、株価に変動を及ぼす要素をふまえ、「回帰分析的手法」を用いて修正するのが妥当である。」<sup>(95)</sup>というのが通説的な見解である<sup>(96)</sup>。ここで注意すべきは、「回帰分析的手法」を適用する起点となる日を合併計画公表直前の市場価格としつつも、「計画が漏れていないことが条件となるが」と条件を付していることである。合併の計画が洩れていた場合、その漏れた情報が既に公表日前から市場株価に織り込まれてしまっている可能

図表 5-2 北辰電機の市場株価と二種類の補正株価の推移



注：「ナカリセバ価格 I」は、合併について公表された1982年9月1日（合併および合併比率の公表日）の前営業日（8月31日）における北辰電機の終値327円と同一になるように日経平均株価を相対化した数値の推移を提示している。他方の「ナカリセバ価格 II」は出来高が急騰する前の2008年8月19日（終値282円）を起点とした。なお、公表日の1982年9月1日には市場株価がないため、8月31日（327円）から9月2日（275円）に市場株価が大きく乖離しているのように見えることに注意が必要である。

図表 5-3 北辰電機の市場株価および二つの補正株価の値

| 日付 \ 株価等                  | 市場株価<br>(終値)<br>[円] | シナジー補正価格[円]  |              | 「ナカリセバ価格」[円]  |                |
|---------------------------|---------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|
|                           |                     | 「厳密法」        | 「簡便法」        | ナカリセ<br>バ価格 I | ナカリセ<br>バ価格 II |
| 1982年8月19日(起点日II)         | 282                 | —            | —            | —             | 282.0          |
| 1982年8月31日(起点日I)          | 327                 | —            | —            | 327.0         | 288.3          |
| 1982年9月1日(合併公表日)          | 市場取引なし              |              |              | 328.3         | 289.5          |
| 1982年9月2日                 | 275                 | 274.8        | 274.8        | 327.1         | 288.4          |
| 1982年11月5日                | 名義書換<br>請求日         | 245          | 288.2        | 296.5         | 345.6          |
| 1982年11月9日                |                     | 232          | 282.6        | 292.3         | 347.8          |
| 1982年12月20日(株主総会)         | 230                 | 269.1        | 276.5        | 360.7         | 318.0          |
| <b>1982年12月22日(買取請求日)</b> | <b>228</b>          | <b>259.9</b> | <b>266.0</b> | <b>356.8</b>  | <b>314.6</b>   |
| 1983年3月24日(取引最終日)         | 220                 | 265.7        | 274.4        | 382.9         | 337.5          |
| 1982年3月25日                | 上場<br>廃止            | —            | 273.0        | 381.1         | 336.0          |
| 1982年3月26日                |                     | —            | 276.5        | 381.9         | 336.7          |
| 1982年3月28日                |                     | —            | 240.8        | 385.0         | 339.5          |
| 1982年3月29日                |                     | —            | 236.3        | 386.7         | 340.9          |
| 1982年3月30日                |                     | —            | 234.5        | 387.7         | 341.9          |
| 1982年3月31日                |                     | —            | 228.6        | 389.2         | 343.1          |
| 1982年4月1日<br>(合併効力発生日)    |                     | —            | 220.9        | 388.8         | 342.8          |

注：北辰電機の「厳密法」と「簡便法」による「シナジー補正価格」の数値は、それぞれ図表3-6の「③厳密法」と「④簡便法」から引用している。「厳密法」の算定には両当事会社の市場株価が必要となるので、北辰電機が上場廃止(1983年3月24日)となった後は、計算できないことを意味する。「簡便法」であれば、上場廃止後においても、横河電機の市場株価は存在するので算定は可能である。「ナカリセバ価格」では、日経平均株価の相対価格が代用されており、これは個別株式銘柄の上場廃止等に関係なく全ての日において算出が可能である。また、「ナカリセバ価格I」は「起点日I」を「ナカリセバ価格II」では「起点日II」を起点として算定している。

性を懸念していると考えられる<sup>(97)</sup>。すなわち、合併の公表日前に市場株価の高騰があれば、「計画が漏れた」と推測され、株価が高騰する前まで遡った日を起点として「ナカリセバ価格」を算出すべきと解釈できる<sup>(98)</sup>。

本稿における三つの事例は、伊藤論文でも指摘されていたように合併等の情報に関わるインサイダー取引等の不公正あるいは投機的な売買取引が懸念されていた時期とも重なっている。実際、三つの事案では合併の公表日前に当事会社の市場株価が上昇の様子が確認できる。合併の計画が既に株式市場に漏れ

て、それが株価形成に影響を与えていた可能性は高い。そのような状況において三つの事案の「ナカリセバ価格」を算出するために、合併公表日前の株価急騰の影響を受けていないと考えられる日まで遡り、それを起点日として設定して「ナカリセバ価格」を算定し、結果を検討する価値はある。なお、本稿では紙幅の関係上、「回帰分析的手法」においては、回帰分析などの統計的推論が必要となる手法は採用せず、単純に市場指数（日経平均株価）の変動率を当てはめて予測株価（補正株価）を算出して<sup>(99)</sup>、それを「ナカリセバ価格」とした。

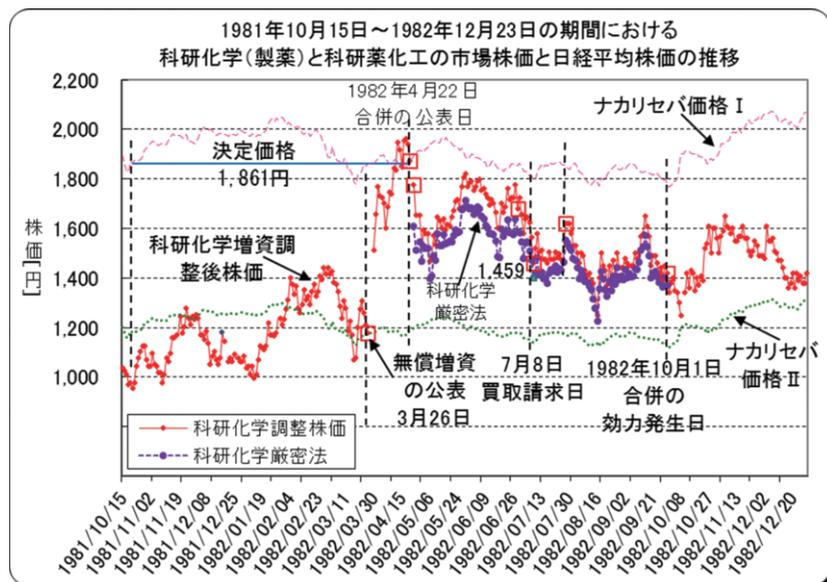
最初に北辰電機事件であるが、合併公表日の数日前から出来高を急激に伴った北辰電機株の急騰があり、合併公表日の直前日においては「計画が漏れていないこと」という「回帰分析的手法」を利用するための前提条件を欠いているように見える。ここでは合併公表日の直前日（以下「起点日Ⅰ」という。）と市場株価が急騰する前の日まで遡った日（以下「起点日Ⅱ」という。）の二つの起点日を基準として、市場指数（日経平均株価）を単純に当てはめた二種類の「ナカリセバ価格」を算定した（図表 5-2 と図表 5-3）。株式買取請求日における価格は、それぞれ 356.8 円と 314.6 円となっており、両者の差額は 42.2 円で比率にすると 11.8%となる。

### 3 「ナカリセバ価格」の評価（科研製薬事件の場合）

科研化学の事案では、合併の公表日（1982 年 4 月 22 日）の前日までにかけての二か月間に、およそ 1,100 円から 1,900 円へと市場株価（増資調整後株価）は急騰している（図表 5-4）。この急騰の原因が何によるものか断定的な判断はできないが、原因に依っては裁判所の価格決定の判断に影響を与える可能性もある。特に、会社側（被申請人）は「申請人主張の市場価格は、投機的要因（本件株式に関してはベンズ・アルデヒド等の制がん剤の研究開発に関する長年の思惑買い）を含んだものであるから、この分を除かなければ『公正な価格』とはいえない。」<sup>(100)</sup>と興味深い主張をしている。これは「ナカリセバ価格」を算定する場合に、補正株価の起点となる日を急騰前に持つことによって、急騰の影響を除外すべきと主張していることになろう<sup>(101)</sup>。そこで本稿でも、合併公表日前の株価急騰が始まる前の 1982 年 3 月 26 日（無償割当増資を公表した日）も補正株価を算定するための起点日（起点日Ⅱ）として設定し、他方で合併公表日前日（1982 年 4 月 21 日）を起点日Ⅰとして設定した（図表 5-4）。

起点日Ⅰと起点日Ⅱの二つの起点日から算定した補正株価は、株式買取請求日でそれぞれ1,797.0円と1,138.9円となり、約650円程度の差となっている。どちらを採用するかによって、「公正な価格」の決定にも影響することになる。あくまで仮定の議論になるが、このような場合、株主側としては「ナカリセバ価格」の算定において価格が高くなる起点日Ⅰを主張することになる。他方で会社側としては、市場株価が急騰する前の起点日Ⅱによる価格算定を主張することになる。しかし、株価急騰の原因が仮に事前の情報漏洩による投機的売買やインサイダー取引等の不公正な取引があった可能性<sup>(102)</sup>を会社側が主張することはないだろう。何故なら公表前に合併という重大な情報が事前に漏洩し、情報管理に問題があったことを認めることになるからである。会社側としては

図表 5-4 科研化学（科研製薬）の市場株価と補正株価の推移



注：「ナカリセバ価格Ⅰ」は、合併の公表日の前営業日（1982年4月21日）の1,874.1円（増資調整した科研化学の株価）を「起点日Ⅰ」として日経平均株価を相対化し算出した。他方で「ナカリセバ価格Ⅱ」は公表日直前にかけて出来高の急増前かつ市場株価の急騰前の無償割当増資を公表した1982年3月26日（増資調整した科研化学の株価1,178.5円）まで遡り、それを「起点日Ⅱ」として日経平均株価を相対化して算出した。この「ナカリセバ価格Ⅰ」と「ナカリセバ価格Ⅱ」の推移をみると、両者はおおよそ600円から700円の価格差で推移しており、何れを採用するかで「公正な価格」の決定にも影響が生じることになる。

図表 5-5 科研化学（増資調整）の市場株価および二つの補正株価

| 日付 \ 株価等                  | 市場株価<br>(終値)<br>[円] | シナジー補正価格[円]    |              | 「ナカリセバ価格」[円]   |                |
|---------------------------|---------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
|                           |                     | 「厳密法」          | 「簡便法」        | ナカリセバ価格 I      | ナカリセバ価格 II     |
| 1982年3月26日(起点日II)         | 1,178.5             | —              | —            | —              | 1,178.5        |
| 1982年4月21日(起点日I)          | 1,874.1             | —              | —            | 1,874.1        | 1,187.7        |
| 1982年4月23日(公表日翌日)         | 1,777.8             | 1,511.1        | 1,778        | 1,893.0        | 1,199.7        |
| 1982年6月29日(株主総会)          | 1,681.5             | 1,586.0        | 1,682        | 1,853.5        | 1,174.7        |
| <b>1982年7月8日(株式買取請求日)</b> | 1,459.3             | <b>1,400.9</b> | <b>1,459</b> | <b>1,797.0</b> | <b>1,138.9</b> |
| 1982年7月28日(無償割当増資)        | 1,620               | 1,552.3        | 1,620        | 1,856.5        | 1,176.6        |
| 1982年9月30日(取引最終日)         | 1,420               | 1,370.4        | 1,420        | 1,783.8        | 1,130.5        |
| 1982年10月1日(合併効力発生日)       | 1,340               | —              | 1,340        | 1,768.0        | 1,120.5        |

注：科研化学の無償割当増資日（7月28日）の前日以前の市場株価は増資調整を行っているが、7月28日以降は、ありのままの市場株価となっている。市場株価（増資調整）、「厳密法」、および「簡便法」の数値は、図表4-8から引用している。科研業化工の上場廃止後においても、科研化学の市場株価は存在するので「簡便法」の算定は可能である。また、「ナカリセバ価格」では、日経平均株価の相対価格が代用されており、これは個別株式銘柄の上場廃止等に関係なく全ての日において算出が可能である。また、「ナカリセバ価格I」は「起点日I」を「ナカリセバ価格II」では「起点日II」を起点として算定している。

情報漏洩やインサイダー取引以外の原因による株価急騰を主張することになる。何れにしても、「回帰分析的手法」を用いて「ナカリセバ価格」を算定する場合は、公表日前の市場株価の動向あるいは出来高から総合的に判断した起点日を採用すべきであろう。

#### 4 二基準間の選択的行使による「公正な価格」の検証結果

「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選択し「公正な価格」とするのが、二基準間の選択的行使である。これによれば、株式買取請求に絡む「公正な価格」の価格決定をするプロセスは以下のように二つの過程に簡素化できる<sup>(103)</sup>。

- I 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のそれぞれ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。

ここで「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れをとるかについて、企業価値毀損有無の判定は行わない。また合併比率の公正性については、本稿で取扱った三つの事案において裁判所は特に判定していないが、本稿では合併比率が公正であるという前提によって「シナジー価格補正」を行っている。本稿のこれまでの検証結果から、「ナカリセバ価格」で問題となるような合併公表日前後の市場株価の異常な価格形成は、株式買取請求日における「シナジー補正価格」を採用する限りにおいては問題とならないようである<sup>(104)</sup>。

前述したように、三つの事案とも合併の公表前から市場株価が出来高を伴って上昇していることから、合併公表日前のどの時点を起点日とするかで「ナカリセバ価格」が大きく異なる。本稿の検証においては、公表日直前日および急騰する前まで遡った日の二種類を起点日として、単純に市場指数（日経平均株価）を当てはめてそれぞれの起点日毎に「ナカリセバ価格」を算出している（図

図表 5-6 「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

| 事案           | 北辰電機事件  | 科研製薬事件  | 住友軽金属事件   |
|--------------|---|---|---|
| 裁判所の決定価格     | 「ナカリセバ価格」が適用がされず。<br>名義書換請求日の株価（終値）である 245 円と 232 円の平均値（円未満切捨て）<br><b>238 円</b> | 「ナカリセバ価格」<br>公表日前の市場株価（終値）を参照した各種平均値の平均<br>1,861 円（増資調整後）<br><b>1,378.5 円</b> | 「ナカリセバ価格」<br>効力発生日の前日以前 6 か月の終値単純平均<br><b>247 円</b> |
|              | ①株式買取請求日における「シナジー分配価格」  |   |   |
| 本稿での検証結果（結論） | 補正株価「厳密法」<br><b>259.9 円</b>   | 補正株価「厳密法」<br><b>1,400.9 円</b>   | 市場株価（終値）<br><b>330 円</b>                            |
|              | ②株式買取請求日における「ナカリセバ価格」   |   |   |
|              | <b>314.6 円</b>  | <b>1,138.9 円</b>  | <b>237.8 円</b>                                      |
|              | ③二基準間の選択的行使による「公正な価格」(①と②の何れか大きい方)  |   |   |
|              | <b>314.6 円</b><br>(②「ナカリセバ価格」)  | <b>1,400.9 円</b><br>(①「シナジー分配価格」)   | <b>330 円</b><br>(①「シナジー分配価格」)                       |

注：「②株式買取請求日における「ナカリセバ価格」では、公表日前において株価が急騰する前まで遡った日を起点日として算定したものである（図表 5-3 と図表 5-5 の「ナカリセバ価格 II」）。また、科研製薬事件の検証結果は、増資調整を行った後の価格であり、裁判所の決定価格 1,861 円（増資調整前）を増資調整すると 1,378.5 円（=1,861 円 / 1.35）となる。

表5-6の②)。既に前節でも触れているが、どの起点日を選択するかについては、少なくとも急騰した後の株価が形成されたあたりを起点日として算定された「ナカリセバ価格」を選択するということにはならないだろう。そうすると、本稿では三つの事案とも市場株価が急騰する前の日を起点とした「ナカリセバ価格」を選択することになる。それと先の「シナジー分配価格」を比較し、何れか大きいほうを「公正な価格」として採用することになる（図表5-6）。

最初に、北辰電機の場合は、他の二事案とは異なり「ナカリセバ価格」が採用された。その価格は314.6円で裁判所の決定価格の238円を大きく上回る。次に、科研化学の場合は「シナジー分配価格」の1,400.9円（無償増資調整後）が採用された。裁判所が「ナカリセバ価格」として決定した1,378.5円（無償増資調整後、調整前は1,861円）を若干上回っているが、やや近い価格にはなっている。最後に、住友軽金属の場合も同様に「シナジー分配価格」が採用された。これは単に市場株価（330円）を参照しただけだが、裁判所が採用した「ナカリセバ価格」としての決定価格247円を大きく上回っている。

本稿の検証では、北辰電機の場合だけ「ナカリセバ価格」が採用されるという結果になっているが、前述したように同事案では裁判所は株主の取得価格を採用しており、「ナカリセバ価格」における救済に値しないという判断をしているようである。もっとも、合併公表日後から取引最終日まで市場全体（日経平均株価）が上昇傾向にある中であって、北辰電機と横河電機の市場株価はともに低迷しており、あたかも当該合併が企業価値を毀損したかのように市場が反応したようにも見える（図表5-2）。よって同事案においては、仮に企業価値の毀損が判断できるのであれば、むしろ感覚的には「ナカリセバ価格」が採用される可能性も排除できないだろう。しかし、上昇相場までを考慮した「ナカリセバ価格」を裁判所が採用するかどうかは、なおのこと判断が分かれるところとなる（<sup>105</sup>）。平成17年改正後の会社法であれば、公正なシナジー分配が達成されるように補正される「シナジー補正価格」を採用するという裁判所の判断もあり得る。例えば、北辰電機の場合、市場株価が合併比率を基準として横河電機よりも大きくディスカウントされていたことから、「ナカリセバ価格」による救済が認められない場合であっても、少なくとも「シナジー分配価格」による補償はあっていいように思われる。

最後に、科研化学（製薬）の事案は、独立当事者間（若干の持合いはあるが）

の吸収合併で存続会社への株式買取請求の事案ではある。理論的には市場株価よりも低い「シナジー補正価格」が採用されることになるが、現実問題としてそれが可能かどうかは判断の難しいところである。他方当事会社（消滅会社）の株主との平等という観点からは、市場株価には公正なシナジー分配以上の価値が織り込まれているのだから、それを市場株価から減額調整しても少数株主保護の趣旨に反するものではないだろう。

⑨5 弥永・前掲注(1) 191 頁。

⑨6 江頭憲治郎『株式会社法・第 3 版』（有斐閣，2009）768 頁，藤田・前掲注(4)293 頁，田中・前掲注(4)70 頁，神田・前掲注(4)12 頁。また、「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」による株価補正を採用した判例として、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注(46)（インテリジェンス事件高裁決定）がある。

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

⑨8 弥永・前掲注⑨711 頁によれば、弥永教授は、「当該行為の影響を受けていないと考えられる時点の現実の株価を材料として、その後の市場全体・業界全体の動向および当該会社の業績等の（絶対額および相対的）推移を踏まえて、回帰分析的手法を用いて基準時に、当該行為がなければ『有スベカリシ』価格を算定することが適当であると考えられる。」という。実際問題として「当該行為の影響を受けていないと考えられる時点」をどのように判定するかが問題となるところであるが、本稿では一つの方法として、市場株価と出来高の変動を観察することによっておおよその起点日を決定している。

⑨9 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。同拙稿では、統計的手法が必要とされない単純に市場指数で補正するモデルで株価補正するのを原則的手法とすべきであると主張している。

⑩0 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注(5) 111 頁。

⑩1 弥永・前掲注⑨711 頁によれば、弥永教授は、合併等の計画が漏れていた場合、それが株価形成に影響を与える可能性があるから、「価格決定の申立てがなされた場合に、どの時点から、株価に反映されていたと考えられるかは、裁判所が、当該会社、当該会社が属する業界および株式市場全体の株価の動向ならびにマスコミ等による報道などを踏まえて、認定することになろう。」という。つまり、どこまで遡って「ナカリセバ価格」を算定するための起点日と認定するかは裁判所の裁量ということになろう。

⑩2 「東証，科研 2 社の合併でインサイダー取引について調査開始。」日本経済新聞朝刊（1982 年 4 月 23 日）13 面の記事によれば、「東京証券取引所は，科研化学，科研薬化工の合併に関連してインサイダー取引があったかどうかなどの点について調査を開始した。特に科研

薬化工は週明けの十九日以降株価が急騰し、合併発表前日の二十一日には、先週末の株価に比べ二百円高の千四百六十円となった。売買株数も二十、二十一の両日は、市場第二部銘柄としては非常に多い百六十万株強となっている。ただ、東証では今のところ『合併の際は必ず調査しており、今回のケースを特別視したものではない』としている。』という。断定的な判断はできないが、少なくとも科研薬化工の場合は被合併会社で消滅会社であり、さらに合併比率も有利に決定されていたようであるから、合併による影響をより受けやすく、その結果特にインサイダー取引の可能性が懸念される銘柄であったといえよう。その後の顛末は不明であるが、科研化学だけでなく、合併でシナジー分配の恩恵を受ける科研薬化工の市場株価にインサイダー取引について東証の調査がなされたというのは興味深い。

- (003) 拙稿（ソフトロー研究 25 号）・前掲注(2)1-55 頁において、同様の手順で二基準間の選択的行使を適用している。また同拙稿によれば、「シナジー分配価格」の事案としてテクモ事件、「ナカリセバ価格」の事案としてインテリジェンス事件に、二基準間の選択的行使の価格決定手法を当てはめた事例研究を行い、結果は裁判例と整合的であったという。ただし、「シナジー価格補正」については「簡便法」のみによる検討をしている。
- (004) また「シナジー補正価格」を算定する場合は、終値よりは価格の安定した VWAP を使用するべきである。しかし、本稿で分析対象とした事案においては、VWAP の算出に必要な市場データが取得できなかったため終値ベースで算出している。
- (005) 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〕と東京地決平成 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〕の株式取得価格決定の裁判で「客観的価値」の算定のために市場全体の上昇を考慮して算定された株価補正が採用された事案もあるから、裁判所がそれに対して全く否定的な判断をすることは言えないだろう。

## VI まとめ

本稿では、旧商法の裁判例に対して改正後の法制度と近時の判例、さらに学説の理論を適用させて個別具体的な事案に即して決定価格の検証を行ってきた。旧商法では、「ナカリセバ価格」だけの算定方法であったものが、同改正によって「シナジー分配価格」が導入されると、公正なシナジー分配という算定方法における新たな自由度が追加され、結果的には裁判所における価格決定の裁量が広がったと言えよう。本稿の検証結果においても、それを裏付けるかのように、裁判所の決定価格とは異なる検証結果となっている事案も一部みられる（図表 5-6）。これによって株式買取請求の制度趣旨である少数株主保護の範囲が拡張され、より制度として効果あるものに近づいたと評価できる反面、学説には依然として慎重な見解もある<sup>(106)</sup>。

平成 17 年改正の前後で共有されている「ナカリセバ価格」の算定については、

「回帰分析的手法」が会社法学説で提唱されているが、その使用には合併契約等に関する情報が事前に漏れていないことを前提条件としている。本稿で取扱った旧商法時代の三つの事案では、公表日前に当事会社の市場株価が程度の差はあるが高騰しており、「ナカリセバ価格」を算定するうえで、合併の公表日前のどの時点を起点として算定するかによって、算定結果が大きく異なることとなった。すなわち、算定の起点日を市場株価の急騰が始まった前か後かで算定結果が大きく異なることになる。これは補正をするかしないかに関わらず、両者に共通する問題点である。このような場合、本稿では株価急騰前を起点日として「回帰分析的手法」による「ナカリセバ価格」を算出すべきという結論となった<sup>(107)</sup>。

次に平成17年改正で新たに導入された「シナジー分配価格」を算定し決定価格とするためには、企業価値が増加したか否かに関わらず、裁判所は合併比率や株式交換比率等の統合比率の公正性は必ず判断することになる。そしてその比率が公正であると判断される場合でかつ、それが市場株価に織り込み切れていない場合には、市場株価を参照すべきではなく「シナジー価格補正」をすべきである。公正なシナジー分配を織り込ませた補正株価を使用することは、「シナジー分配価格」の新設という制度趣旨に沿うものであろう。ただし、制度趣旨とは異なるとみられる反対株主の請求権行使に対して<sup>(108)</sup>、「シナジー分配価格」による少数株主保護に値しないと裁判所が判断した場合は、請求棄却的な意味で市場株価を参照し決定価格とすることも裁判所の裁量としてありえよう<sup>(109)</sup>。その際に、その市場株価は必ずしも情報効率的に価格形成されたものではないことを十分に認識していることが重要である。

最後に、公正な統合比率が市場株価比率に完全に織り込まれるような、セミ・ストロング型の市場効率的な市場株価が参照できる場合、理論的には市場株価を採用しても、「シナジー価格補正」を採用しても結果は同じになる<sup>(110)</sup>。しかし、現在の株式市場においてはセミ・ストロング型の市場効率性には限界があり<sup>(111)</sup>、市場株価あるいは市場原理に依存しては公正なシナジー分配が実現できない場合もあるからこそ、政策的に分配を公正にしようと促す「シナジー分配価格」の制度が必要とされたのだろう。さらに公正なシナジー分配を実現するための一つのツールとして「シナジー価格補正」を本稿では提案しているが、裁判所においては、そのような補正の努力をせずにやみくもに市場株価だ

けを参照して価格決定すると学説から批判されることになる<sup>(112)</sup>。よって、そのような批判を回避するためと、さらには「シナジー分配価格」の制度目的を達成するためには補正株価を使用することが重要になると思われる<sup>(113)</sup>。

- (106) 飯田・前掲注(3) 44 頁では、組織再編やキャッシュ・アウトが行われることとなった対象会社の少数株主の保護については、過小なエンフォースメントへの対応が過剰なエンフォースメントになる恐れがあることを指摘する。他方で、松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法学教室 362 号 (2010) 39 頁によれば、松中准教授は、保有株数の少ない株主にとっては、株式買取請求権制度の利用は裁判費用などの負担から過小なエンフォースメントになりやすいことを指摘する。この見解の違いは、頭数では多数のいわゆる零細株主に対するエンフォースメントと少数派ではあるが大規模な資金を機動的かつ裁量的に投入できる投資ファンド等に対するそれでは異なることから来るものであろう。すなわち、同じ少数株主でも個々に享受できる保護の度合が異なるから、零細株主には適正なレベルの少数株主保護であっても、それが投資ファンドにとっては過保護になり、制度趣旨とは異なる利用がなされる弊害の可能性も否定できないのである。
- (107) 「回帰分析的手法」を使用するにしても、本稿では回帰分析は使用していない、単純に市場指数を当てはめる補正を行っている。ここでは回帰分析によるパラメータ推定が必要な回帰式あるいはマーケット・モデルを使用するかどうかはあまり本質的ではない。
- (108) 飯田・前掲注(3) 44 頁によれば、飯田准教授は米国の株式市場では大規模な資金を投入したヘッジファンドによる「買取請求アービトラージ (appraisal arbitrage)」が観察されていることを指摘している。また、飯田准教授は、制度趣旨とは異なる買取請求が大規模資金によって行われると、そのための株式取得の行為自体が市場価格に影響を与えるから、市場株価を使用して企業価値が増加か不増加かの判断ができなくなると指摘する。
- (109) 飯田・前掲注(3) 42 頁によれば、「買取請求の日の市場株価をもって公正な価格とすることが、実質的には請求棄却的機能があることを裏付けているともいえる。」という。
- (110) ここではあくまで公表された統合比率という一つの重要な情報が市場株価に完全に織り込まれたということを市場の情報効率性の判断材料としている。例えば東証一部上場で時価総額の大きい企業同士の組織再編の場合などで、公表された統合比率と市場で価格形成された市場株価比率との乖離がほとんど無視できる場合も、稀にあり得ると思われる。しかし、仮に市場の情報効率性には問題がないとしても、裁定取引の限界や様々な取引コストなどを原因とする乖離はどうしても残存するから、むしろ先の二つの比率の乖離が存在しないことのほうが稀であろう。
- (111) 江頭・前掲注(2) 59 頁参照。江頭教授によれば、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主張する。
- (112) 江頭・前掲注(2) 60 頁参照。江頭教授によれば、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。

(13) 本稿では、平成17年改正の株式買取請求権制度で導入された「シナジー分配価格」については、その制度の是非を問わずに議論してきた。学説には、シナジー分配については否定的な見解もある。例えば、飯田・前掲注(19)319, 348-349頁によれば、企業再編により利益を受ける株主の利益よりも不利益を受ける株主のそれを超える場合のみに当該組織再編が行われるようにするスクリーニング機能が株式買取請求権の構造の基礎にあると主張する。飯田准教授によれば、これは非効率的な企業再編を事前に防止する機能があり、株式買取請求権はスクリーニング機能を果たすナカリセバ価格に戻るのが理論的には望ましく、「公正な価格」に原則としてシナジーを含めるべきではないと主張をしている。その見解に対しては、江頭・前掲注(19)873頁注(4)によれば、「何らかの時点の現実の市場価格を基に計算するわが国の判例の下でその見解をとると、反対株主にとってきわめて不利な結果になる。」というように否定的な見解もある。

そもそも平成17年改正で「シナジー分配価格」を導入するかどうかについては、本稿の分析対象となった裁判例などが既に公開されていたわけだから、立案の際には補正株価を用いた「シナジー分配価格」の試算やその他のシミュレーション等を十分にすべきであろう。さらには、原点に立ち返って、そもそも株式買取請求権制度において、本当にシナジー分配が必要なのかという点をこれまで多く蓄積された判例と学説を整理したうえで、多様な観点から分析してみることが重要であろうと思われる。

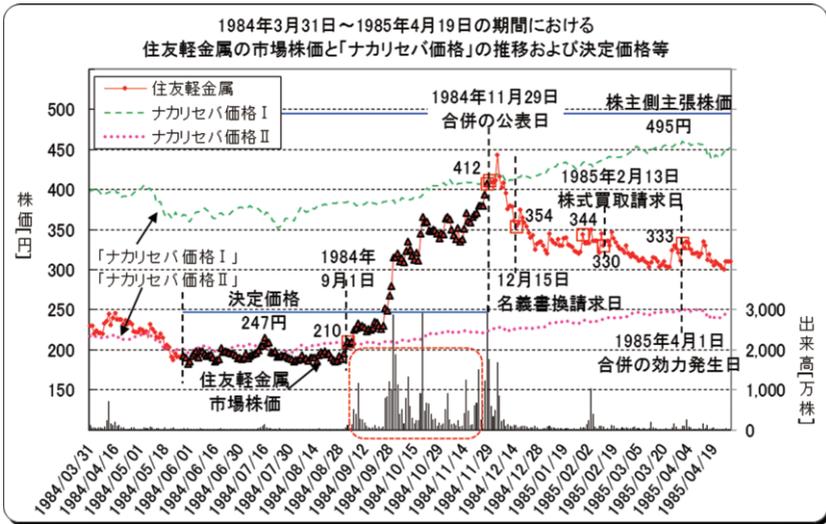
## 付録1 住友軽金属株式買取価格決定申請事件（存続会社の事案）

東京証券取引所第一部上場の株式会社住友軽金属工業（以下「住友軽金属」、 「被申請人」または「会社側」という。）を存続会社とし、非上場の関連会社である住軽伸銅工業株式会社（以下「住軽伸銅」と言う。）を消滅会社とした吸収合併に関する株主総会決議に反対した住友軽金属の株主（申請人）らが有していた普通株式合計1,000株の買取価格の決定を求めたのが住友軽金属事件<sup>(14)</sup>（以下「本件」という。）である。本件は、資本関係のある親子会社間における吸収合併の事案であり、合併後の存続会社である住友軽金属に対して株式買取請求がなされた事案である。すなわち、これは「②親子等従属関係の存続会社」（図表2-1）に分類される事案でもある。

東京地決昭和60年11月21日では、合併発表前6か月間の市場株価が参照されその平均株価が決定価格とされた。すなわち、合併が公表された1984年11月29日の前日以前の6ヶ月（1984年5月29日から同年11月28日）の住友軽金属の市場株価終値の単純平均247円を裁判所は決定価格とした。その参照期間について裁判所は、「合併発表の直前一か月間の被申請人株式の価格変動については合併の影響を受けたものと窺えないでもないが、右六か月間の株価を全体的

に観察すれば、これを算定の基礎から排除すべき右特別の事由が存在したとは認められないし、…」と消極的な理由を判示している。興味深いのは、合併公表日前の1か月間の市場株価について「合併の影響を受けたものと窺えないでもない」としていることである。このように明示的ではないが合併の情報が事前に市場に漏れていたとことを裁判所は認定したようにも読める。合併公表前の3ヶ月間で市場株価は、2倍近く上昇しており(図表A-1)、これは合併の情報が事前に漏れており、それが織り込まれる形で価格形成されたと考えられなくもない。このような時期を含めたのでは、真の意味での「ナカリセバ価格」にならないように思われることから、同決定については若干の問題があるように思われる。

図表A-1 住友軽金属の市場株価等の推移と裁判所決定価格等



注：▲で記されているのは決定価格で参照された住友軽金属の市場株価（6ヶ月間分）を表している。「ナカリセバ価格I」は、1984年11月29日（合併および合併比率の公表日）の前日における住友軽金属の終値408円と同一になるように日経平均株価を相対化した株価の推移を提示している。また、「ナカリセバ価格II」は、公表日前およそ3ヶ月前にあたる1984年9月1日の市場株価（終値210円）を基準として、日経平均株価を相対化したものの推移を提示している。これは合併公表日前の急騰（あるいは出来高の急増）する前を起点日としていることから、合併公表前における急騰の影響が排除されることになる。その「ナカリセバ価格」と住友軽金属の株価推移を比較すると合併契約締結が公表されたあと、住友軽金属の市場株価は下落傾向にあるが、「ナカリセバ価格」は逆に上昇傾向にあったことが分かる。

この決定価格は公表日前 6 か月間の市場株価の平均である 247 円で、これは合併公表日以降の市場株価を大きく下回った価格であり、株主側には不利な価格となる。株式買取請求をした株主は、公表日後に市場取引により当該株式を取得しているから、取得価格よりも低い価格で買い取られてしまうことになる。このような裁判所の価格決定の予測可能性があれば、そもそも株主側は買取請求を目的とした株式の取得はしないだろう。公表日以後合併の効力発生日までの期間においては、日経平均株価も上昇しているのだから、仮に取得したとしても、市場価格の方が高いから買取請求せずに市場で売却したほうが有利である。公表日前 6 か月間の市場株価終値の平均価格を採用するという価格決定方法は、一応は「ナカリセバ価格」として合併公表日前の市場株価の平均を採用している。

理論的には、「回帰分析的手法」によって「ナカリセバ価格」を算出するべきである。本稿では、二つの起点日を設定して、二種類の「ナカリセバ価格」を日経平均株価の相対価格で代用する簡便な方法で算定した(図表 A-2)。まず一つ目は、合併公表日前日の 1984 年 11 月 29 日(「起点日 II」)における市場株価(終値)の 408 円と同一になるように日経平均株価を相対化した価格である。二つ目は、合併公表日前のおおよそ 3 ヶ月前の 1984 年 9 月 1 日(「起点日 I」)の市場株価終値 210 円を基準として、日経平均株価を相対化した価格である。株式買取請求日(1985 年 2 月 13 日)における予測株価(補正株価)は、それぞれ 237.8 円と 436.2 円になる(図表 A-2)。合併公表日前の市場株価急騰や出来高急増がない標準的な事案であれば、合併公表日を基準日として算出したこの 436.2 円が「ナカリセバ価格」となる。しかし、この合併公表日前の市場株価の急騰が何を原因とするものかは別として、急騰した株価を基準とすることには慎重になるべきである。よって、ここでは特に公表日以後は、逆に市場株価が大きく下落していることもあるから、公表日前において市場株価急騰や出来高急増の始まる前まで遡った日(「起点日 I」)を基準とした「ナカリセバ価格 I」の 237.8 円を選択するのが合理的であろう<sup>(115)</sup>。

次に、「シナジー分配価格」であるが、他方当事会社が非上場であり市場株価がないから、「厳密法」による「シナジー価格補正」によって算定することはできない。よって、補正においては「簡便法」を適用することになるが、算定対象となるのが存続会社であるから市場株価(終値)をそのまま参照することに

図表 A-2 住友軽金属の市場株価と二つの「ナカリセバ価格」の値

| 日付 \ 株価等          |                   | 市場株価(終値)<br>[円] |                     | 市場株<br>価比率<br>(①/②) | ③ナカリセバ価格<br>[円] |                |
|-------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|-----------------|----------------|
|                   |                   | ①住友<br>軽金属      | ②住軽<br>伸銅           |                     | ナカリセバ<br>価格 I   | ナカリセバ<br>価格 II |
| 1984/09/01        | 起点日 I             | 210             |                     | —                   | 210             | —              |
| 1984/11/28        | 起点日 II<br>(公表日前日) | 408             |                     | —                   | 222.4           | 408            |
| 1984/11/29        | 合併公表日             | 412             | 非上場<br>(市場株<br>価なし) | —                   | 224.8           | 412.3          |
| 1984/12/15        | 名義書換請求日           | 354             |                     | —                   | 225.4           | 413.5          |
| 1985/01/30        | 臨時株主総会            | 344             |                     | —                   | 236.5           | 433.8          |
| <b>1985/02/13</b> | <b>株式買取請求日</b>    | <b>330</b>      |                     | —                   | <b>237.8</b>    | <b>436.2</b>   |
| 1985/04/01        | 効力発生日             | 333             |                     | —                   | 250.7           | 459.8          |

注：二つある「③ナカリセバ価格」は、日経平均株価を起点日 I (210 円) と起点日 II (408 円) として、それぞれの起点日における市場株価を基準として、日経平均株価の相対株価を「ナカリセバ価格 I」または「ナカリセバ価格 II」としている。また当然であるが、住軽伸銅は非上場会社なので市場株価が存在せず、住友軽金属との市場株価比率の算定値はない。

なる。すなわち、株式買取請求日 (1985 年 2 月 13 日) における市場株価の 330 円を「シナジー分配価格」として採用することになる (図表 A-2)。「ナカリセバ価格」が 237.8 円であるから、二基準間の選択的行使によって何れか大きい方を採用すると、「公正な価格」は 330 円 (>237.8 円) ということになる。つまり、株式買取請求日の市場株価 330 円を参照したものが本稿における「公正な価格」の結論である。

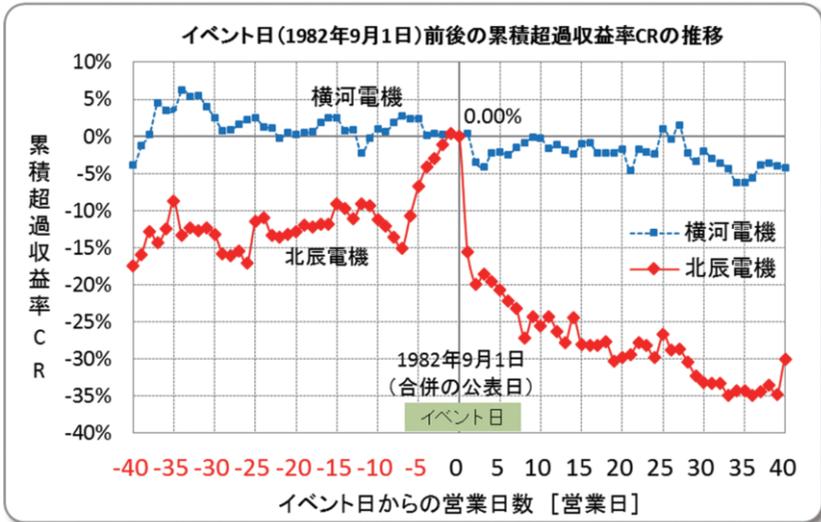
(14) 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日・前掲注(6)。

(15) このような相場状況は、科研製薬事件や北辰電機事件と類似しているようにみえる。いずれの事案についても、合併公表日前における市場株価急騰や出来高急増がないと推測できる時期まで遡って起点日を決定し、「ナカリセバ価格」を算出するべきである。つまり、「ナカリセバ価格」を算定するためのポイントになるのは起点日の選定である。本稿では二種類用意したが、何れを採用するかによって、最終的な「公正な価格」の算定値も変わってくることに注意が必要である。

付録 2 合併公表日前後の累積超過収益率の推移

II章の4節において、合併公表前におけるインサイダー取引等による影響を示唆した伊藤論文の実証研究を簡単に紹介し検討した。前述したように本稿で取り扱った、北辰電機事件と科研製薬事件の二事案は、伊藤論文の実証研究におけるサンプルとして含まれていた(図表 2-3)。この二事案はサンプル全体の一部でしかないので、伊藤論文の分析結果に直接大きな影響を及ぼしたとは考えにくい。しかし、少なくとも同時期の市場環境や市場インフラを共有していたことから、この二事案においては伊藤論文の分析結果と一部類似する傾向をもった市場株価の変動の傾向はあったと考えられる。そこでこの二事案について存続会社および消滅会社の両方で合併公表日(イベント日)前後の累積超過収益率(CR: Cumulative Return)の推移を観察し検討する。このCRは、イ

図表 A-3 北辰電機と横河電機の累積超過収益率(CR)の推移

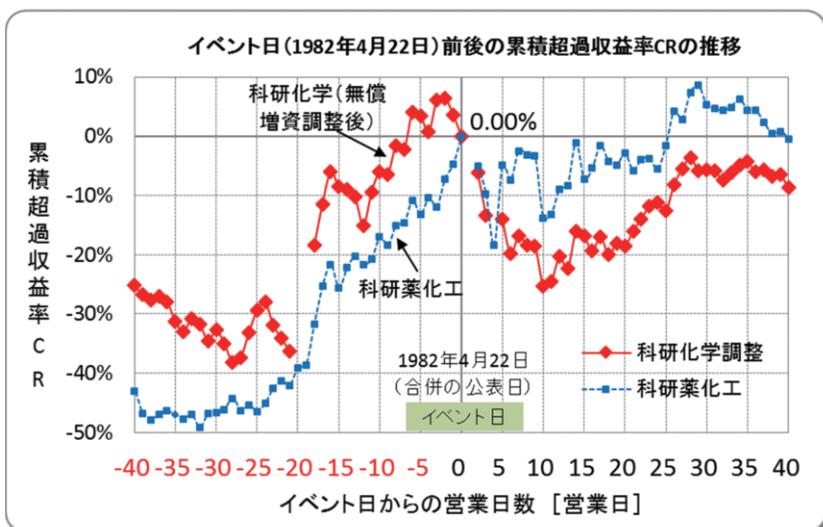


注：イベント日は合併公表日(1982年9月1日)であるが、存続会社の横河電機は公表日前後で大きな変動が見られない。他方で、北辰電機は公表日前の6営業日前から公表日にかけてCRが約15%上昇しており、公表日後にはそれ以上に大きくCRが下落している。公表された合併比率(1:0.35)に対して、北辰電機は横河電機に対して大きくディスカウントされており、このCRの下落に貢献したと考えられる。

ベント日(0日)を0.0%として基準化し、ベンチマークとして日経平均株価を使用したものである。北辰電機事件(図表A-3)と科研製薬事件(図表A-4)の結果を観察すると、それぞれの被買収会社(消滅会社)である北辰電機と科研薬化工においては、合併公表日前からCRの急騰が目立っており、合併という情報が既に漏れていたかのような株価変動が観察できる<sup>(116)</sup>。

また、伊藤論文ではCAR(累積異常収益率)で公表日前後の変動を計測していたが(図表2-4)、被買収会社(消滅会社)の公表日前後で尖がった形を示しており、さらに公表日以後も引き続き下落するようなCARの推移が観察できる。これはまさにこの北辰電機の変動パターン(図表A-3)と酷似している。他方で、存続会社である横河電機の場合は合併の公表という情報に市場株価が反応していないように見える。この事案では、横河電機の時価総額が北辰電機

図表A-4 科研化学(科研製薬)と科研薬化工の累積超過収益率(CR)の推移



注：イベント日は合併の公表日であるが、既にその20営業日程前から、科研化学と科研薬化工の両当事会社の市場株価は急騰を始め、およそ40%近くCRが上昇している。その反動もあり公表日直後の5営業日は、両当事会社とも市場全体と比較しても下落していた。このように両銘柄とも合併及び合併比率公表直後に大きな下落が見られるが、科研薬化工は、その後CRは増加傾向にあり、プラスに転じている。合併比率が科研薬化工に有利(科研化学にとって不利)であったことも影響したのだろう。

のそれと比較して大よそ 5 倍もあるから、合併におけるインパクトが小さいということが考えられる。また公表日後に北辰電機は横河電機よりも株価が大きく下落し、さらに市場株価比率（＝北辰電機／横河電機）が合併比率と乖離する原因ともなっている（図表 3-4）。同事案においては、合併公表日には、同時に合併比率も公表されることになるから公表日以後は両当事会社の株価変動は連動するようになり、変動の推移も類似した形状となるのだが北辰電機の場合は何らかの原因で下落圧力がかかったのだろう。

科研薬化工は、観察期間を公表日前後 5 営業日とすると、合併公表日にピークを付け、科研化学においては合併公表日の 2 営業日前にピークを付けているようである（図表 A-4）。いわゆる対等合併の事案である科研化学と科研薬化工では時価総額も 1.3 : 1 とほぼ拮抗しており、両銘柄とも互いに合併による影響は大きく、合併の公表や合併比率（1 : 1）という会社の基礎に大きな影響を与える重要な情報の影響を強く受けたと推測される。

以上から、二事案における合併公表日前後の累積超過収益率 CR の推移を観察した。公表日前後がピークとなるような推移となったのは、程度の差はあるが北辰電機、科研薬化工、および科研化学の三銘柄となっている。このように合併公表日がピークになるような価格形成において問題となるのは、市場株価を利用した企業価値または株主価値毀損有無の判定（本稿では行っていない）や「ナカリセバ価格」算定のための株価補正（V 章 2 節または 3 節）である。すなわち、合併公表前に急騰した市場株価が、公表日後に大きく下落した場合、それが企業価値または株主価値の毀損を徴表しているのかどうかについては慎重な判断が必要となろう<sup>(117)</sup>。そうでないと、急騰した株価を起点として、過大に評価された「ナカリセバ価格」が算出される可能性がるからである（V 章 2 節または 3 節）。

(117) 北辰電機と科研薬化工については、合併公表前に急騰し、公表後に大きく下落するという変動となっているが、この公表後の下落だけを取り出して観察してしまうと、あたかも両消滅会社における企業価値または株主価値が毀損したように見えてしまう。この点については、平成 17 年改正後の事案ではあるが、東京地決平成 24 年 2 月 20 日金融・商事判例 1387 号 32 頁〔日本コマーシャル投資法人投資口買取価格決定事件〕が参考になる。消滅会社（NCI）の投資口価格が吸収合併の公表後に大きく下落しているが、それについて裁判所は、NCI の企業価値または株主価値は毀損していないと判断している。さらに裁判所は、吸

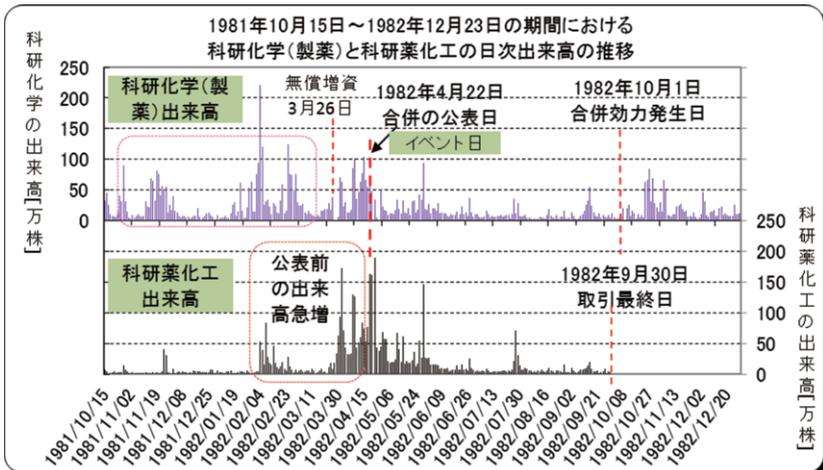
取合併公表前の投資口価格の高騰においては、「NCIの救済に対する市場の期待が、客観的な情報に基づくことなく過熱していたことを示すものといえる。」ということを判断理由の一つとしている。このNCIの事案では、合併の公表直前日に市場株価が急騰した北辰電機と科研薬化工の二事案とは異なり、公表日のおよそ1年以上も前からの投資口価格の推移に対して、「NCIの客観的な企業価値に加え、投資家による客観的な情報に基づかない各種の予測や思惑に基づく期待が織り込まれたものとなっていたというべきであるから、…」と判断している。先の二事案とは性質が異なり、必ずしもインサイダー取引等のような不公正な取引が推認されているわけではないが、公表日前の市場株価の価格変動を考慮している点で参考になろう。

- (11) 森田・前掲注(9)11-12頁によれば、株式移転比率公表日までに市場株価が高騰しており、その日以後は株価が下落しやすくなっていたという事情もあるから、市場株価を用いてイベント・スタディを行う場合には、イベント日の選択について考慮すべき点があることを指摘している。

### 付録3 合併公表日前後の出来高の推移

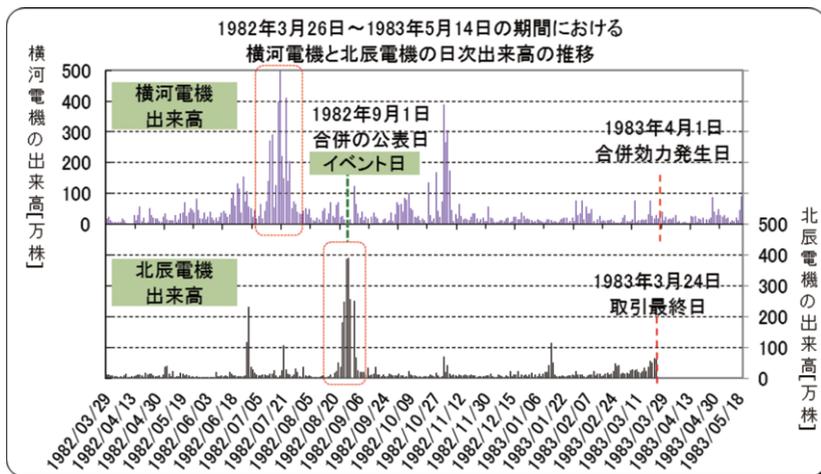
二事案における合併公表日前後の北辰電機と横河電機との出来高の推移を観察する。特に消滅会社である北辰電機の場合はこの傾向は顕著に表れており、

図表 A-5 科研化学（科研製薬）と科研薬化工の日次出来高の推移



注：科研薬化工においては、合併公表日（1982年4月22日）直前までの1か月ほどの期間に出来高が急激に増加している。科研化学も公表日前の2か月間ほど出来高が多いが、それ以前も出来高が多いので、必ずしも重要な公表日前に出来高が急増したとは言えないだろう。

図表 A-6 横河電機と北辰電機の日次出来高の推移



注：北辰電機の出来高(下段)は、1982年8月26日が180.5万株、27日が248.9万株、28日が386.7万株、30日が389.6万株、そして公表日の直前営業日の31日が256.3万株という異常な出来高となっている。それ以前の期間においては、1営業日当たり多い日で10万から30万株で、ほとんどの日が数万株程度の出来高となっていた。

合併公表日の1週間ほど前から出来高と市場株価が急騰している(図表A-5)。これは、伊藤論文における「被買収企業の株式出来高指数」の推移における出来高急増の様子と整合的な結果となっている<sup>(118)</sup>。このような投機的な市場要因から正常な価格形成が歪められ、合併公表日後から取引最終日までの市場株価比率と合併比率とに大きな乖離が生じた原因の一つにもなったのではないかと推察できる。また、科研化学と科研薬化工の事案では、消滅会社である科研薬化工の方が合併公表日にかけて出来高の増加が顕著にみられる(図表A-6)。なお住友軽金属事件(付録1)については、他方当事会社为非上場会社であったため伊藤論文における実証分析のサンプルには含まれていない。ただし、サンプルの対象となる事案とは同一の時期には含まれていることから、少なくとも住友軽金属の市場株価は同時期における株式市場の特殊な要因を共有していたと考えられる。実際合併公表日の2~3か月前から出来高を伴った市場株価の上昇が観測され、上昇開始時点から公表日直前日の間でおよそ株価は2倍になっている様子が観察できる(図表A-1)。さらに、合併公表日前後をピー

クとした市場株価の推移が観察されるところが興味深い。

- (18) 伊藤・前掲注59701-702 頁参照。伊藤論文「図6」(702 頁)では、被買取企業グループの分析期間における日次の出来高を公表日の5 営業日前(-5 日)の出来高を100 として指数化し、それを平均化したものの推移が提示されている。それによれば、ほぼ6 日前から出来高が激増している様子が観察できる。この被買取企業のサンプルの中には、北辰電機と科研薬化工も含まれているから、両銘柄における日次の出来高推移とも整合的な傾向となっている。すなわち、公表日の数日前頃から出来高が急増するという特異な傾向は共有しているようである。

(原稿受領：2015 年12 月2 日)