

【論説】

完全子会社化のための二段階買収にかかる株式価格決定裁判での
「公正な価格」および「公正な取得価格」の統一的算定方法

石 塚 明 人

内容

I	はじめに	2
1	問題の所在	2
2	本稿の構成および注意事項	3
II	株式買収請求・価格決定における「公正な価格」の算定	5
1	「公正な価格」決定過程に関する判例と学説	6
2	「二基準間の選択的行使」に関連した学説と理論	11
III	株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用	24
1	「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の定式化	24
2	「公正な取得価格」に内在するオプションの性質	29
3	二段階買収における「公正な価格」と「公正な取得価格」の決定	38
IV	株式対価の二段階買収による完全子会社化の事例研究	51
1	日興コーディアルグループ株式買収価格決定申立事件	53
2	パナソニック電工株式買収価格決定申立事件	59
3	三洋電機株式買収価格決定申立事件	65
4	株式対価三事件の結果とまとめ	69
V	現金対価の二段階買収による完全子会社化の事例研究	77
1	松尾橋梁株式買収価格決定申立事件	79
2	ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件	85
3	東宝不動産株式取得価格決定申立事件	90
4	現金対価三事件の結果のまとめと検討事項	95
VI	結論と検討課題	108
1	まとめと結論	108
2	検討課題	112
	謝辞	115

*本稿は、青山学院大学大学院法学研究科へ提出した2016年度の博士学位申請論文の一部分を切り出して、それについて加筆と修正をしたものである。

I はじめに

我が国の経済社会においては、いわゆる M&A (Mergers and Acquisitions) と言われる会社法における吸収合併(会社法 2 条 27 号)や株式交換(2 条 31 号)等の組織再編(会社法第 5 編に規定)あるいは全部取得条項付種類株式(108 条 1 項 7 号)を用いた企業買収が我が国の経済社会において近年増えている⁽¹⁾。特に、企業買収等の当事会社が金融商品取引法(以下「金商法」という。)で規定される取引所金融商品市場(金商法 2 条 17 項)に株式を上場する会社(以下「上場会社」という。)の間で行われる事案では、取引金額や利害関係者(株主、債権者、従業員または取引先等)の規模も大きいため、経済社会に与える影響は大きい。また、公開買付け⁽²⁾(金商法 27 条の 2 第 6 項)を前置した企業買収等(以下「二段階買収」という。)による、親子会社間の完全子会社化や経営者による自社の買収であるマネージメント・バイアウト(以下「MBO」という。)⁽³⁾などの事案も増えている。それに伴い、組織再編にかかる株式買取価格決定の申立て(会社法 786 条 2 項, 798 条 2 項, 807 条 2 項)および全部取得条項付種類株式の取得価格に対する株式取得価格決定の申立て(172 条 1 項)等の裁判が近年増加しており、最高裁決定が出された事案も多い⁽⁴⁾。

1 問題の所在

親子会社間における完全子会社化のための二段階買収に関連した価格決定裁判において、重要判例といわれる最一小決平成 28 年 7 月 1 日⁽⁵⁾(ジュピターテレコム事件最高裁決定)が出された。それは「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足る特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」とするものである。つまり、企業買収等の一連の取引の手続が公正であれば、当事会社の経営判断を尊重し、公正な手続を経て算定された価格(公開買付価格)が公正な価格(「公正な取得価格」)になるという決定内容である。この最高裁決定は会社法実務以外にも資本市場の参加者等広範囲な関係者に対しても大きな影響を与える可能性がある。

本稿はこの最高裁決定に対して二つの問題を指摘する。第一に、企業買収等をする側の予測可能性を優先したことにより少数株主に対しては強圧性を与え、株式買取請求権の制度趣旨の一つである少数株主保護が後退する可能性がある。第二に、企業価値の増加または不増加の判定がされていないのに何故か「シナジー分配価格」（公開買付価格）の公正性のみが判断され、「ナカリセバ価格」という旧商法から続く会社法上の重要概念が完全に欠落している。

これらの問題点は、企業買収等の対価が現金か株式かで会社法上の法形式の異なる二種類の裁判（株式買取価格決定申立事件と株式取得価格決定申立事件）に対して、学説と判例でそれぞれ基本となる公正な価格の解釈が同一であるべきという見解があるにもかかわらず、実際の価格決定ではそれぞれ異なる判断枠組みが採用されていることに起因する。少なくとも少数株主保護という点で解釈が同一であるべき価格が、企業買収等の対価が株式か現金かという違いや裁判における法形式の違いで整合性がない価格算定の裁判実務が定着したことが、先の最一小決平成 28 年 7 月 1 日が出された原因の一つと思われる。

本稿では、そのような株式か現金かといった買収対価の違い、あるいは株式取得価格決定か株式買取請求・価格決定かといった法形式の違いに起因する不整合を解消するために、「二基準間の選択的行使」による算定方法を、それぞれの価格決定裁判において統一的に適用することを提案する。同算定方法は「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい価格をもって決定価格とする算定方法で⁽⁶⁾、詳細は後述するが、これには構造的に金融オプションが内在するため学説からの批判もある。本稿では、同算定方法を実際の判例に当てはめた算定価格と裁判所の決定価格とを比較するなどの検証を経たうえで、実際の裁判実務に適用可能なかを検討する。このオプション性と少数株主保護との関連を検討した上で、同算定方法が株式買取請求権制度における少数株主保護と企業買収等を行う側の予測可能性とのバランスをとる重要な役割を果たす可能性を提示する。それにより、企業買収をする側の予測可能性を重視する近時の最高裁決定から、少数株主保護という株式買取請求権の制度趣旨をより重視する方向に調整すべきと提言をする。

2 本稿の構成および注意事項

本稿の構成は本章を含む全六章からなる。II 章では、導入として株式買取請

求権の全体像を概観した。株式買取請求・価格決定における「公正な価格」には、旧商法から続く「ナカリセバ価格」と会社法で導入された「シナジー分配価格」の二種類ある。本稿では、この「公正な価格」を算定するために「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択するという「二基準間の選択的行使」による算定方法を提案した。II 章が株式対価の場合であるのに対して、III 章では同算定方法を現金対価の場合の株式取得価格決定における「公正な取得価格」にまで適用した。それにより、会社法上の価格決定裁判における統一的な算定方法について理論面を中心に検討し、さらに同算定方法を具体的事案にあてはめ検証した。まず IV 章では、II 章を受けて株式を対価とする完全子会社化の事案で組織再編にかかる株式買取請求・価格決定の事案を、V 章では III 章を受けて現金対価の二段階買取による完全子会社化の事案に当てはめ、価格算定を行い検証した。最後に、VI 章では I 章から V 章までの論文全体から明らかになった重要な論点についてまとめた上で結論とし、さらに本稿では解決できなかった今後取り組むべき検討課題を示した。

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

また、分析や図表作成に使用した数値データについて、個別事件に関連した情報等は、例えば裁判所の決定価格などは判例集に登載された判決文あるいは決定文から、個別企業に関連した上場株式の市場株価関連データや財務関連データなどは情報提供サービス会社のデータや有価証券報告書といった情報開示書類等から入手し、それらを利用して図表作成のために適時利用した。特に、本稿で多用されている市場株価等を用いた分析においては、TOPIX、日経平均株価、JASDAQ INDEX および個別銘柄株価（終値などの四本値、出来高および売買代金）等の日次データは、特に断りのない限り全て日経メディアマーケティング株式会社が提供するデータベースサービス（「日経テレコン」）の日経 NEEDS-Financial QUEST より入手した。

- (1) 全部取得条項付種類株式（会社法 108 条 1 項 7 号）を用いた現金対価による企業買収は「全部取得」または「キャッシュアウト」にかかる価格決定を「株式取得価格決定」という。組織再編と全部取得を合わせて「企業買収等」という場合もある。また、組織再編にかかる株式買取価格決定の申立て（会社法 786 条 2 項, 798 条 2 項, 807 条 2 項）にかかる価格決定を「株式買取請求・価格決定」ともいう。さらに、上記法形式の異なる会社法上の二つの裁判を合わせて「価格決定裁判」という。また両裁判で採用される公正な価格をそれぞれ「公正な価格」および「公正な取得価格」という。
- (2) 「公開買付け」とは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うことをいう（金商法 27 条の 2 第 6 項）。
- (3) 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007 年 9 月 4 日）4-5 頁では、「MBO とは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいう。」と定義している。なお本稿では、親会社による子会社の完全子会社化の事案を分析対象としており、MBO にかかる事案を対象としてない。
- (4) 例えば、最三小決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 22 年 2 月 23 日資料版商事法務 312 号 123 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕および最一小決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 巻 6 号 1445 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕などがある。
- (5) 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。
- (6) 拙稿『「ナカリセバ価格」および「シナジー分配価格」を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による「公正な価格」の算出』ソフトロー研究 25 号（2015）1-55 頁は、「二基準間の選択的行使」を組織再編にかかる株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の算定に適用した事例研究を行っている。本稿では、完全子会社化をするための二段階買収の事案を対象とするが、適用する算定方法は公開買付けを前置きしない一段階だけの買収（以下「一段階買収」という。）の場合と同一である。

II 株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の算定

株式買取請求権制度は、支配株主あるいは多数株主の重大な決定に対して反対する少数株主の経済的利益を認めたアメリカ州会社法を参考にして、昭和 25 年商法改正によって導入された制度であり⁽⁷⁾、この制度の性格については従来から判例は投下資本回収を保証するものとしていた⁽⁸⁾。ここで株式買取請求権

とは、組織再編など会社の重要な決定事項に対して反対する株主（以下「反対株主」という。）⁽⁹⁾がその保有する株式を会社に対して公正な価格で買い取るように請求できる権利である（会社法 116 条, 182 条の 4, 469 条, 785 条, 797 条, 806 条）。株式買取請求をした反対株主と当事会社との間で協議が調わないときは、裁判所に対し、価格決定の申立てをすることができる（786 条 2 項, 798 条 2 項, 807 条 2 項）。裁判所は「公正な価格」（785 条 1 項, 797 条 1 項, 806 条 1 項）を決定するが、この価格算定については、条文に明文の規定がないため解釈に委ねられており、裁判所が裁量で買取価格を決定すると解される⁽¹⁰⁾。よって企業買取等にかかる価格決定裁判において、最大の争点となるのは、企業買取等の対価における「公正な価格」である。

1 「公正な価格」決定過程に関する判例と学説

(1) 従来の学説と最高裁判例（最二小決平成 24 年 2 月 29 日）

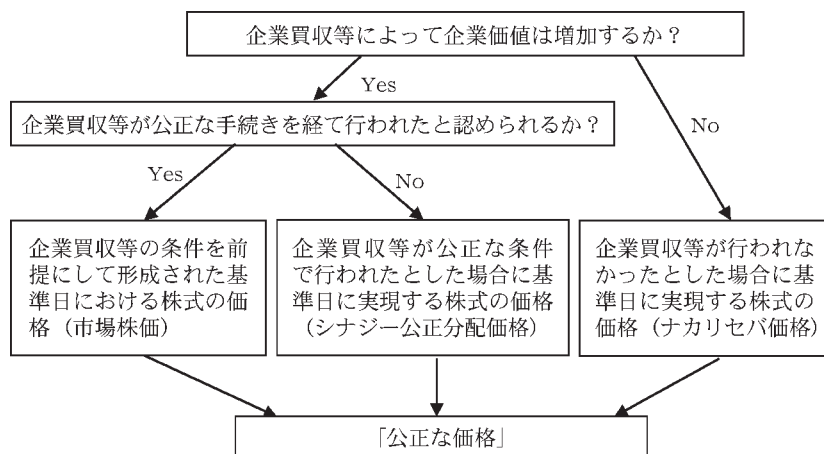
株式買取請求権制度における平成 17 年改正前商法（以下「旧商法」という。）と同改正後の会社法（平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号、以下「平成 17 年改正会社法」という。）との大きな変更点は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法 408 条ノ 3 第 1 項、以下「ナカリセバ価格」という。）から「公正な価格」に文言が変更された。平成 17 年改正会社法における「公正な価格」の意義は、組織再編が行われなければ存在したであろう価格（「ナカリセバ価格」）だけではなく、組織再編によって生じるシナジーをも株主に対する配分に含める（以下「シナジー分配価格」という。）こととされている⁽¹¹⁾。これは「ナカリセバ価格」における企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能のほか、「シナジー分配価格」には企業再編によるシナジーの再分配機能が付加されたと説明される⁽¹²⁾。よって、株式買取請求・価格決定における「公正な価格」には「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」があるというのが判例と通説的な見解である⁽¹³⁾。

これまでの最高裁判例では、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを採用するかは、企業価値の増加または不増加によって判定する。すなわち、組織再編行為自体により当事会社の企業価値が毀損された場合、あるいはシナジー効果その他の「企業価値の増加が生じない場合」には、株式買取請求における「公正な価格」は「ナカリセバ価格」となる⁽¹⁴⁾。

その反対に、「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⁽¹⁵⁾。つまり、企業価値の増加または不増加、すなわちシナジー発生の有無を基準として二つの価格の何れかを「公正な価格」とするのが最高裁決定で明確にされている。

企業価値が増加した場合、その増分であるシナジーの公正な分配が問題となるが、それは組織再編比率の公正性から判断される。最二小決平成 24 年 2 月 29 日は、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足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するのが相当である。」と判示する。つまり、同決定は独立した当事者間の組織再編（株式移転）における組織再編比率（株式移転比率）の公正性について、手続を重視する方向性を明確にした。

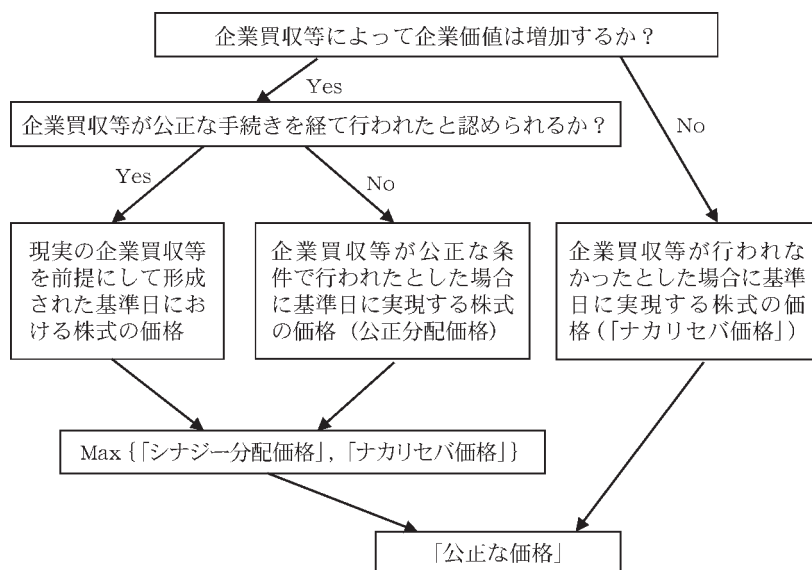
図表 2-1 従来の最高裁判例における「公正な価格」決定のフローチャート⁽¹⁶⁾



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

(2) 「いずれか高い方」説による価格決定

学説においても、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れが「公正な価格」になるかは、当該組織再編における企業価値の棄損の有無（あるいは増加か不増加か）の判定によるとされ、企業価値が毀損された場合には「ナカリセバ価格」が、企業価値が増加した場合には、生じたシナジーが公正に分配された「シナジー分配価格」が採用される⁽¹⁷⁾。さらに、組織再編によって企業価値が増加して、その増加価値であるシナジーの分配が問題となるような事案では、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とする（以下『「いずれか高い方」説⁽¹⁸⁾』という。）のが通説的見解である⁽¹⁹⁾。また、株式買取請求をする株主は「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れかを主張したか不明な場合は、何れか大きい方をもって「公正な

図表 2-2 「いずれか高い方」学説による「公正な価格」決定のフローチャート⁽²¹⁾

注：従来の学説として、特定の学説を採用したのではなく、おおよその最大公約数的に学説をまとめた場合に、考えられるフローチャートを提示した。最高裁判例と異なるのは、企業買収等により企業価値が増加する場合（左側）で、「シナジー分配価格」が問題になる場合の「公正な価格」の決定で、二つの価格の「いずれか高い方」を採用する部分である。

価格」とした下級審の裁判例もある⁽²⁰⁾。

さらに学説は株式買取請求権には「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」という二つの機能における異なる算定基準の選択的行使が可能であるとし⁽²²⁾、このような「異なる算定基準の選択的行使」による「いずれか高い方」説は、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。」⁽²³⁾ということが論拠とされる。また、「いずれか高い方」説はあくまで企業価値が増加(シナジーが発生)したことを前提として何れか大きい方を採用するので、シナジー分配のない「ナカリセバ価格」よりもシナジー分配のある「シナジー分配価格」の方が選択される可能性は高い。しかし、企業価値が増加してシナジーが発生するにも関わらず、一方の当事会社の株主価値がそのシナジーの価値以上に増加してしまうと、他方の当事会社の株主価値は不増加または毀損されることも理論的には考えられる⁽²⁴⁾。この場合には「シナジー分配価格」が「ナカリセバ価格」を下回る場合もあり、何れか大きい方を採用することで「ナカリセバ価格」による保護が受けられる⁽²⁵⁾。これは平成 17 年改正会社法において株式買取請求権制度で導入された「シナジー分配価格」が少数株主保護に資するよう運用面で担保することになる。

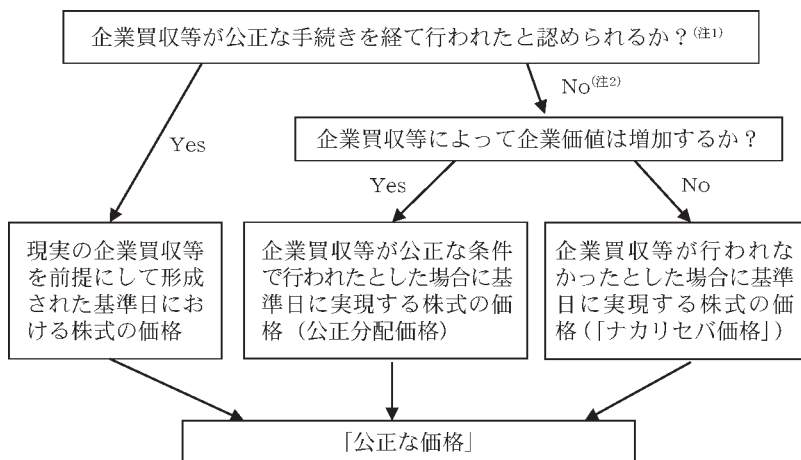
(3) 近時の学説と最高裁判例（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）

近時の学説は、二段階買収による全部取得にかかる価格決定においては、公開買付けを含めた企業買収等の一連の手続が公正と認められる場合は、裁判所は公開買付価格を尊重してこれを取得価格とすべきで、逆に不公正と評価される場合に限り公正とされる価格を独自に算定すべきとする⁽²⁶⁾。企業買収等における一連の手続が公正と認められない場合は、株式買取請求・価格決定事件の最高裁決定で判示された「公正な価格」の決定枠組み、すなわち企業価値の増加または不増加を判定した上で、「ナカリセバ価格」またはシナジーの「公正分配価格」の何れかを算定すべきとする⁽²⁷⁾。この一連の手続を重視する学説によれば、最初の段階で企業買収等にかかる一連の取引における手続が公正と判断

される場合には、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れかを判定するための企業価値の増加または不増加の判定をせずに公正な価格を算定できるが⁽²⁸⁾、一連の取引における手続が不公正な場合は、企業価値の増加または不増加の判定作業が必要となり、この判定は、二段階買収であれば一連の取引全体において判断する⁽²⁹⁾ (図表 2-3)。なお、独立当事者間の組織再編において公正な手続で実施された場合には企業価値の増加を推定するという見解は従来からある⁽³⁰⁾。先の学説も親会社による完全子会社化の事案に射程を広げて、独立当事者間でない場合にも企業買収等における一連の取引の公正さから企業価値の増加を推定するようだが、企業価値の増加または不増加という事実と企業買収等における一連の取引の公正さの法的評価は区別して考えるべきである⁽³¹⁾。

現金対価の二段階買収による完全子会社化にかかる事案である、最一小決平成 28 年 7 月 1 日⁽³³⁾は、「一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合には、裁判所は、独立当事者間の取引の場合と同様

図表 2-3 近時の有力学説による「公正な価格」決定のフローチャート⁽³²⁾



(注 1) 公正な手続を経て行われたかの審査の程度は、独立当事者間取引と非独立当事者間取引とで異なる（非独立当事者間取引のほうが、手続の公正さについて立ち入った審査を行う）。

(注 2) 公正な手続を経たと認められるものの、株主の判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がある場合を含む。

に、原則としてこのような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきものであると考えられる。」と判示する。ここで「独立当事者間の取引の場合」とは親子関係など資本関係がない両当事会社間における組織再編の取引のことであるが、同最高裁決定は独立当事者間でない資本関係のある親子会社間の取引であっても手続的な公正性が確保されていれば当事者間で合意された取引価格を尊重するという点を明確にした点で重要である。これについては手続的公正を重視する学説とも整合するとされ⁽³⁴⁾、また同最高裁決定の判断枠組みは基本的に妥当であると高く評価されている⁽³⁵⁾。

さらに、同最高裁決定は「取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相当である。」として、「特段の事情のない限り」との条件もつけているが、具体的にどのような事情があるかは議論の余地がある。また、最高裁は「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。」とも判示する。

なお、同最高裁決定の小池裕裁判官の補足意見は、「株式価格の形成には多元的な要因が関わることから、種々の価格算定方式が存する。そのため、株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合にも、将来的な価格変動の見通し、組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であり、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ない。」として、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重する最高裁の方向性を示しており、また今後の同種の価格決定裁判においては、価格よりも手続の公正さを審査することが求められる⁽³⁶⁾。

2 「二基準間の選択的行使」に関連した学説と理論

本節では、株式買取請求・価格決定における「公正な価格」を算定するため

に、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のうち何れか大きい方を選択する「二基準間の選択的行使」による算定方法に関連した学説と理論を検討する。まず、企業価値の増加または不増加の判定に係る問題点を指摘した後に、その判定を省略した「二基準間の選択的行使」による算定方法とそれに内在するオプションの性質を検討する。

(1) 企業価値の増加または不増加の判定にかかる問題

前節で触れたように、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れが「公正な価格」になるかは、当該組織再編における企業価値棄損の有無（あるいは増加か不増加）の判定によるのが判例と学説の見解である。企業価値毀損の有無の判定には、上場会社の場合であれば市場株価を利用した定量的手法によって、ある程度までこれを推定することが可能であろうが、必ずしも決定的な方法論であるとはいえず、かといって他に有効な方法が存在するわけでもない⁽³⁷⁾。その上、裁判所が企業価値の増加または不増加を判定することには三つの批判がある。

第一に、最高裁自体が企業価値の増加または不増加のための判断基準や具体的な判定方法を示していないことが実務から指摘されている⁽³⁸⁾。また近時の最高裁決定である最一小決平成 28 年 7 月 1 日においても、企業価値の増加または不増加に関する明確な判断が示されないまま価格決定された。

第二に、具体的にどのように判定するかは技術的な点で難しいから⁽³⁹⁾、裁判所が誤った判定をしてしまい、その結果誤った価格決定をする可能性がある。組織再編の両当事会社の企業価値合計が増加してシナジー効果が発生したにも関わらず、その増加分以上に一方の当事会社の株主価値が増加してしまえば、他方の当事会社の株主価値が減少する可能性があり⁽⁴⁰⁾、減少した株主価値を観察して企業価値が毀損したと誤った判定をする危険がある。よって、裁判所がこのような困難な判定を常に行うことになれば、価格決定の予測は困難となり、組織再編を委縮させる危険があるとの批判がある⁽⁴¹⁾。

第三に、仮に組織再編比率や公開買付価格が著しく不公正な場合は、企業価値が増加しても「ナカリセバ価格」が「シナジー分配価格」を上回る場合もあるし、逆に企業価値が不増加でも「ナカリセバ価格」が「シナジー分配価格」を下回る場合が理論的にあり得る。そのような場合でも、裁判所が組織再編比

率や公開買付価格における公正性の評価を誤って公正であると判断した場合には、少数株主保護の観点で不適切な価格が裁判所によって決定される恐れがある。裁判所による公正性の判定は、一連の企業買収等の取引における手続きを重視して行うことになるので、これが最も深刻な問題点である。

以上から、企業価値の増加または不増加の判定における三つの問題点を指摘したが、この問題点の最善かつ究極の回避策は同判定を行わないことである。それにより、裁判の当事者の主張や疎明における負担が軽減され、裁判実務においても審理の負担が多少なりとも軽減されれば訴訟経済にも資する。さらに、裁判所による企業価値の増加または不増加における誤判定のリスクがなくなる分だけ価格決定の予測可能性が高まると期待される。

(2) 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の決定手順

本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」あるいは「公正な取得価格」の算定方法は、組織再編または全部取得の事案において企業価値の増加または不増加を判定しないことが最大の特徴であり利点でもある。これを踏まえ同算定方法で「公正な価格」を決定するための手順としては、以下の二つに簡素化できる⁽⁴²⁾。

I 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つの価格（補正株価）を算出する。

II 二つの価格のうち何れか大きい方を「公正な価格」とする。

ここでの「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」は、何れも生の市場株価は参照せず、算定基準日である株式買取請求日（反対株主ごとに異なる場合もある）における補正株価を算出した上で、それを参照する。最初に、I の手順で重要となるのは、「シナジー分配価格」の場合には補正株価として「シナジー補正価格」を算定することであり、これは公正とされる組織再編比率を織り込ませるように市場株価を補正することによって、シナジー分配の公正性を担保する。他方の「ナカリセバ価格」については、企業買収等の手続が公正か否かに関係なく、同一の補正株価を算定することになる⁽⁴³⁾。

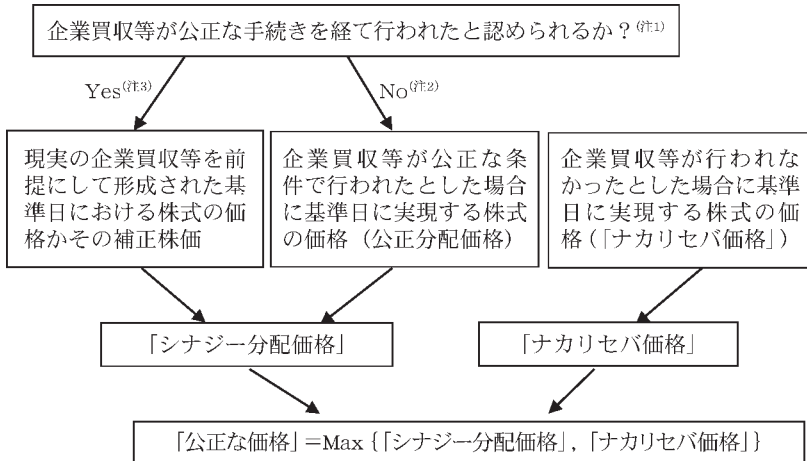
本稿における、「公正な価格」の決定では企業価値の増加または不増加の判定

をせずに常に「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」(補正株価)を算定するのが特色である。もっとも、このⅠとⅡの手順の前に、企業価値の増加または不増加の判定は行わないとしても、合併比率や株式交換比率等の組織再編比率における公正性の法的評価をすることは裁判所の重要な役割である⁽⁴⁴⁾。公正と評価される組織再編比率こそが公正なシナジー分配を担保するものであるが、裁判所が不公正と評価した場合には、公正と判断する組織再編比率(明示的に数値を提示できるのであれば)を独自に提示する必要がある。もっとも最高裁決定では両当事会社間の契約自由の原則や経営判断の原則を尊重する傾向があり、下級審の大多数の事案でも組織再編比率が公正であると判断しており⁽⁴⁵⁾、不公正であるとしたものは例外的である⁽⁴⁶⁾。裁判所が公正と判断する組織再編比率を設定し、「シナジー分配価格」を独自に再計算した判例は現在のところ見当たらない。

「二基準間の選択的行使」による算定方法には、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」それぞれの補正株価で挟まれた価格帯から市場株価が逸脱していないかという事後的なチェック(株式市場価格を活用した)が組み込まれていることになる。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がチェックされる。

- ① 市場株価が株式市場全体の価格推移から大きく逸脱または乖離した価格形成となっていないか。
- ② 公正とされる組織再編比率から市場株価の比率が乖離した価格形成となっていないか。

ここで①は「ナカリセバ価格」で、②は「シナジー分配価格」におけるそれぞれの補正株価が果たす役割に対応するが、「ナカリセバ価格」は株式対価の組織再編での「公正な価格」における最低限の価格として保障される。すなわち、企業価値が不増加となるような非効率的な組織再編や企業買収をさせないというスクリーニング機能を「ナカリセバ価格」が担保したうえで、さらに「シナジー分配価格」が算定される過程、特に経営者や多数派株主の行う決定に対する裁判所のチェック機能という二つの機能が、この「二基準間の選択的行使」による算定方法には組み込まれる⁽⁴⁸⁾。すなわち、同算定方法は、事後の事情が考慮された「ナカリセバ価格」によるスクリーニング機能を内在させつつ、「シナジー分配価格」による事前の手続的な公正性に対するチェック機能をも取り

図表 2-4 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」決定のフローチャート⁽⁴⁷⁾

(注1) 公正な手続を経て行われたかの審査の程度は、独立当事者間取引と非独立当事者間取引とで異なる（非独立当事者間取引のほうが、手続の公正さについて立ち入った審査を行う）。

(注2) 公正な手続を経たと認められるものの、株主の判断が妨げられたと認めるに足る特段の事情がある場合を含む。裁判所は公正な組織再編比率（対価が株式の場合）または公正な公開買付価格（対価が現金の場合）について独自に算定する必要がある。

(注3) 企業買収等が公正とされる場合、シナジーの公正分配価格については、対価が株式の場合は「シナジー補正価格」を採用し、対価が現金の場合は、公開買付価格を採用する。

込むものである。

さらに、企業買収等によって企業価値が増加（シナジーが正）であるにもかかわらず、企業価値が増加したと誤り、かつ組織再編比率が公正（シナジー分配が公正）であると裁判所が判断した場合、この「シナジー分配価格」は公正な組織再編比率によって分配された負のシナジー部分だけ「ナカリセバ価格」を下回ることになる。しかし、この場合に「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか高い方の価格を採用する「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用すれば、「ナカリセバ価格」が採用される。つまり、同算定方法では企業価値の増加または不増加に関係なく「ナカリセバ価格」が最低限保証される。特に対価が株式となる組織再編が行われ、かつ市場株価が下落するような場合には、「ナカリセバ価格」が少数株主保護にとっては重要なセーフティネットのような役割を果たす。逆に株式市場全体が上昇相場にある場合でも、

「シナジー分配価格」(あるいは市場株価)が「ナカリセバ価格」を上回れないというような、株主価値の毀損(企業価値の不増加ではない)を推認させる非効率的な組織再編や企業買収を阻止する役割も期待できる。

(3) 算定基準日における「公正な価格」のペイオフ

「公正な価格」の算定するために「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用する場合、株式買取請求日における「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」(市場株価あるいは「シナジー補正価格」)の何れか大きい方を採用するがそれは、

$$\text{「公正な価格」} = \max(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{「シナジー分配価格」}) \quad (2-1)$$

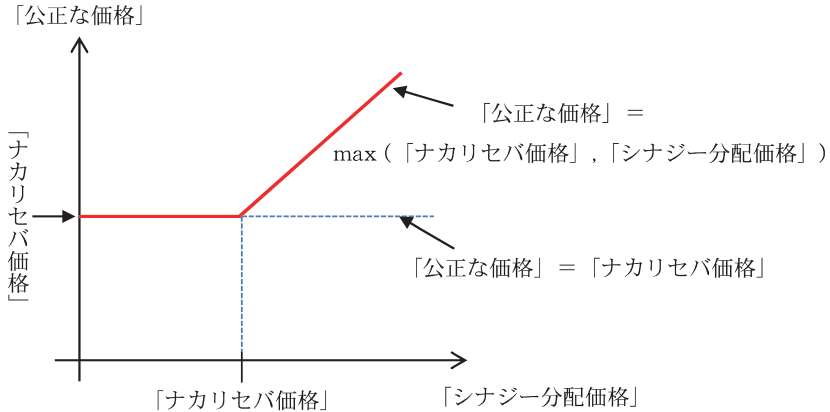
と表すことができる⁽⁴⁹⁾。さらに、この式は

$$\begin{aligned} \text{「公正な価格」} = & \text{「ナカリセバ価格」} + \\ & \max(\text{「シナジー分配価格」} - \text{「ナカリセバ価格」}, 0) \end{aligned} \quad (2-2)$$

のように変形できる⁽⁵⁰⁾。これは右辺第一項の「ナカリセバ価格」に対して、右辺第二項は「シナジー分配価格」を原資産、「ナカリセバ価格」を行使価格、さらに算定基準日(株式買取請求権行使日)⁽⁵¹⁾をオプション満期日とするコールオプションのペイオフを加算したものと同じであることを表している。式(2-2)で表される「公正な価格」は、市場株価の動向とは無関係に「ナカリセバ価格」(第一項)が保障された上に、さらにオプションのペイオフ(第二項)が付加されていることを意味する。この式の第二項は「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の差額(シナジー分配部分)とゼロの何れか大きい方を選択することを意味しており、シナジーが正であれば株主はそのシナジー分配部分を享受し、逆にマイナスの場合は、ゼロを選択(オプションの放棄)できることを意味する⁽⁵²⁾。この式(2-2)から、「公正な価格」は第一項の「ナカリセバ価格」(変動価格)を下限額として保障した上で、さらに第二項のオプションが追加されたペイオフとなる(図表2-5)。

このように「二基準間の選択的行使」による算定方法が反対株主に対して「ナ

図表 2-5 株式買取請求日（オプション満期日）における反対株主のペイオフ



ナカリセバ価格」を保障するとはいっても、この「ナカリセバ価格」自体が株式市場全体に連動して変動する価格であり、公開買付価格のような固定額が保障されるわけではない。旧商法時代の株式買取価格決定申請事件や平成 17 年改正会社法後の株式買取請求・価格決定事件においては、組織再編の公表以前（事前）における市場株価の平均値など「事前」の「ナカリセバ価格」が採用される事件も散見されたが⁽⁵³⁾、そこでは組織再編の公表後（事後）においては「ナカリセバ価格」が固定額として確定するから、それを行使価格とする、より価値の高いオプションの濫用が懸念されていた⁽⁵⁴⁾。しかし、この行使価格が事後の事情を考慮して補正した「ナカリセバ価格」のように市場全体の株価変動に連動するような変動額となれば、市場株価（あるいは「シナジー分配価格」）とも相関性が高くなるためオプション価値は大きく減殺され、濫用の懸念を小さくする効果がある。これは学説にもあるが、株式市場全体の変動を考慮した回帰モデルや市場指数の変動率を用いた「回帰分析的手法」による株価補正をする⁽⁵⁵⁾ことの重要な論拠でもある。

(4) 「二基準間の選択的行使」（「いずれか高い方」説）への批判

本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法が基礎とする「いずれか高い方」説には、これまで判例の多くが採用したように、あくまで企業

価値毀損の有無（あるいはシナジー発生の有無）によって二基準の何れかが決定されるべきとする学説からの否定的な見解がある⁽⁵⁶⁾。この論拠としては、シナジー分配が問題となる場合には「ナカリセバ価格」を算定してもその価格は市場株価を下回ることになり、その場合の「ナカリセバ価格」の算定は組織再編行為によるシナジーの発生を確認するものでしかないことをあげる⁽⁵⁷⁾。つまり、理論的には、何れか大きい方を選ぶまでもないという論拠で反対するのであろうが、この反対説はあくまで裁判所が正確に企業価値毀損の有無を判定できることが前提条件となる。さらに別の批判としては、「組織再編に関する意思決定が行われた後の事情により、たまたまナカリセバ価格が公正分配価格よりも高くなった場合、反対株主は常に高い方のナカリセバ価格を得られることになるが、その結果が妥当であるとは思えない。」⁽⁵⁸⁾とする。このことは、投資家が企業買収等に対して反対するインセンティブを与えることになり、さらに最悪の場合は、企業価値を増加させ当事会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等の取引が株主総会で否決されてしまう可能性を指摘する⁽⁵⁹⁾。

もっとも、当初からこの学説は、「二基準間の選択的行使」が株主に自己の行動の前提とは異なる主張を許すことになり、反対株主に対して「いささか過剰な保護」を与える可能性があるかと懸念した上で、企業再編の承認決議の際にどのような理由により組織再編に反対したかを示させる仕組みを置いていない以上、反対の理由に応じて買取価格の算定方法を変えるという解決をとることはできないから仕方がないとする⁽⁶⁰⁾。また株主が合理的な根拠なくただ合併対価の引上げの可能性のみを求めて請求を行うようなときは権利濫用として排斥されることもあり得るという見解もある⁽⁶¹⁾。何れにしても、「二基準間の選択的行使」による算定方法については個別事案に当てはめた検証も必要となるが、関連する先行研究において一部の事案で裁判所の決定内容と概ね整合的な結果となることが報告されている⁽⁶²⁾。

(7) 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（1）」法学協会雑誌 98 巻 6 号（1981）810 頁参照。

(8) 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 巻 2 号 161 頁〔前田製薬株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。

(9) 本稿は、株式買取請求権を行使する反対株主（会社法 785 条 2 項 1 号口等）以外にも、全部取得条項付種類株式の取得（全部取得）に対して価格決定の申立て（会社法 172 条 1 項）

をする株主をも含む広義の意味で「反対株主」という。また、本稿は全部取得条項付種類株式の取得価格に対する価格決定の申立て（同 172 条 1 項）の権利を含めて「株式買取請求権」と呼ぶものとする。

- (10) 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日・前掲注(8) 161 頁〔前田製菓事件最高裁決定〕や最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 卷 2 号 365 頁〔セイコーフレッシュワーズ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕などがある。
- (11) 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。
- (12) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』（商事法務，2007）282 頁参照。
- (13) 藤田・前掲注(12)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。
- (14) 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注(4) 1311 頁〔楽天対 TBS 事件最高裁決定〕。
- (15) 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(4) 1784 頁〔テコム事件最高裁決定〕。
- (16) 田中亘「第 8 章 総括に代えて―企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務―企業再編のすべて』（商事法務，2014）237 頁に掲載されている「図表 1-8-1」を参考にして内容を加筆および修正した。
- (17) 藤田・前掲注(12)282 頁参照。
- (18) 田中亘「事例②『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法・第 2 版』（有斐閣，2015）411 頁注(17)は、「いずれか高い方」説と呼んでいる。さらに本稿はこの見解を基礎として、どのような価格決定裁判においても統一的に適用する「二基準間の選択的行使」による算定方法を提言している。
- (19) 弥永真生『リーガルマインド会社法・第 14 版』（有斐閣，2015）382 頁，藤田・前掲注(12) 283 頁，江頭・前掲注(13)872 頁，田中・組織・前掲注(13)80 頁等参照。なお，藤田・前掲注(12) 282-283 頁は，株式買取請求権には二重の機能があるとし，その二つの機能における「異なる算定基準の選択的行使」が可能であるという。また後に，田中・総括・前掲注(16)220 頁は，「いずれか高い方」説からの離脱を表明した。
- (20) 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁〔国土総合建設株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。
- (21) 田中・総括・前掲注(16)237 頁に掲載されている「図表 1-8-1」を参考にし内容を加筆および修正した。
- (22) 藤田・前掲注(12)283 頁参照。
- (23) 藤田・前掲注(12)283 頁。
- (24) 石綿学「テコム株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕―株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み―」商事法務 1967 号（2012）19 頁では，企業価値が増加しながら株主価値が増加しない場合に「ナカリセバ価格」を保証すべきではないかという問題を提起している。また，湯原心一『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂，2016）

106 頁は、「組織再編において、全体としてシナジーが発生したか否かは問題ではなく、対象会社の株主の観点からすると正の利得（企業買収の文脈で言えば、対象会社のプレミアム）を享受することができるか否かが問題となる。」という。

(25) 藤田・前掲注⑫285 頁注③は、「もし独立の当事会社の株主総会において、正のシナジーを生むが自社を積極的に害するような条件での企業価値が承認された場合に、そのような条件も公正な企業再編対価であると容認されるとすれば、この場合には『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』基準による救済が独自の意味を持つてくる」とする学説と同様である。

(26) 田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例—東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号 (2016) 112 頁、飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能：会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求（日本私法学会シンポジウム資料）」商事法務 2076 号 (2015) 43 頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕—『公正な価格』の算定における裁判所の役割—」商事法務 1876 号 (2009) 4 頁、白井正和「MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリスト 1455 号 (2013) 116-119 頁等参照。

(27) 田中・総括・前掲注⑩234-237 頁参照。

(28) 田中・補正・前掲注⑩113 頁または田中・総括・前掲注⑩234-237 頁参照。また、最一小決平成 28 年 7 月 1 日は同判定を行っていないので、結果的にはこの見解を採用していることになる。一方で、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価——最決平 28・7・1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事法務 388 号 (2016) 54 頁は、企業価値の増加または不増加の判定を先に行う定式となっている。

(29) 田中・事例・前掲注⑩408-409 頁参照。

(30) 石綿学「テコモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔下〕—株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み—」商事法務 1968 号 (2012) 17 頁参照。さらに、田中・事例・前掲注⑩415 頁は、独立当事者間の組織再編の場合は、裁判所は特段の事情がない限り、企業価値が増加し、かつ増加分を公正に分配するような条件で組織再編が行われたことを前提に「公正な価格」を決定してもよいとまで主張する。

(31) 藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路—江頭憲治郎先生古稀記念』（有斐閣、2017）450 頁は、企業価値の増加の有無と組織再編等の条件の公正さとは問題の性格が異なると主張する。

(32) 田中・総括・前掲注⑩237 頁（図表 1-8-1）を若干修正して掲載した。他の学説として、飯田・私法・前掲注⑩42-45 頁。

(33) 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(34) 松元暢子「キャッシュ・アウトにおける株式の取得価格（1）」岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第 3 版（別冊ジュリスト 229 号）』（有斐閣、2016）181 頁は、最一小決平成 28 年 7 月 1 日の結論は妥当であるとしつつも、その理由付けには疑問が残るという。

(35) 桑原聡子＝関口健一＝河島勇太「ジュピターテレコム事件最高裁決定の検討——二段階

取引による非公開化に係る価格決定手続における公正な価格——」商事法務 2114 号 (2016) 22 頁参照。

- (36) 松中学「JCOM 最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における『公正な価格』」商事法務 2114 号 (2016) 10 頁参照。
- (37) 拙稿「テクモ株式買収価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究 21 号 (2013) 1-60 頁は、組織再編における企業価値または株主価値毀損有無の判定について定量的な検討を行っているが、企業価値の増加または不増加の判定について、市場株価を使用した定量的な判定方法は、有力な判断資料になりうるが検討すべき課題も多いという。また、藤田・前掲注(31)451 頁は、企業価値の増加の有無について裁判所が判定できる適切な証拠・資料を提出するのは難しいことが多く、また当事会社の株式の市場株価を参照して判断する手法については改善の余地があると指摘する。
- (38) 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収請求権」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 頁は、株式買収価格決定申立事件における三つの最高裁判例によって解決されていない論点として「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準」を取り上げており、それによれば「いずれの最高裁判例も、組織再編によるシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準は示しておらず、下級審の判断もこの点については区々であるために、実務が安定しているとはいいがたい状況にある。」と批判する。最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(4) 1784 頁【テクモ事件最高裁決定】は、企業価値の増加または不増加の判定を明確に示していない。なお、東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号 239 頁【テクモ事件差戻審高裁決定】において、裁判所は企業価値の増加を明確に判定している。
- (39) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買収価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号 (2012) 6-7 頁は、「『適正な企業価値増加分』を求めるためには、当該組織再編の効果だけを抽出し、当該組織再編によってどれだけ企業価値を増加したかを定量的に算出しなければならないが、企業価値の増減が多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。」と指摘する。
- (40) 石綿・前掲注(24)19 頁参照。
- (41) 田中・事例・前掲注(18)411-412 頁参照。
- (42) 拙稿(ソフトロー研究 25 号)・前掲注(6) 14-16 頁参照。
- (43) なお、本稿では「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の算出に関連した理論の説明はしない。同算定方法については、拙稿(ソフトロー研究 25 号)・前掲注(6) 9-13 頁や拙稿「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) 41-44 頁を参照されたい。
- (44) 裁判所が行う公正性の法的評価の対象として、株式対価の組織再編にかかる事案では組織再編比率が、現金対価の二段階買収にかかる事案では前置きされた公開買付けにおける

公開買付価格が問題とされる。

- (45) 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(4)1784 頁〔テコモ事件最高裁決定〕は、独立した当事者間の組織再編(株式移転)における組織再編比率(株式移転比率)の公正性について明確に判示する。また、同決定は、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である。」と判示する。また、組織再編比率などの組織再編の条件における公正性をいつの時点で判断するべきかが問題となる。藤田・前掲注(4)293-294 頁は、組織再編の条件が確定するのが株主総会決議時であり、組織再編比率の公正さは、その時点における公正性を評価すべきという。そうすると、公正な組織再編比率が市場株価に織り込まれたか否かの判断も、組織再編比率の公正性が判定可能となる株主総会決議時以降になる。
- (46) 組織再編比率が不公正であるとする裁判例は、東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁〔テコモ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕以外見当たらない。ただし、当該決定では、裁判所が公正と判断する組織再編比率(株式移転比率)を提示せず、「ナカリセバ価格」(株式移転比率の公表日前 1 か月の市場株価終値の出来高加重平均)をもって「公正な価格」としている。
- (47) 田中・総括・前掲注(4)237 頁(図表 1-8-1)を基礎として、本稿独自の内容を修正・加筆して掲載した。
- (48) 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)38-39 頁は、チェック機能は取締役や支配株主が不当な行動をしなくなるようにする機能であり、その内の一つでもあるスクリーニング(選別)機能とは、会社から現金が流出することになる株式買取請求権を多くの株主が行使するような非効率的な組織再編を行われなくする機能であるという。
- (49) $\max()$ で表される関数式は、 $\max(a, b)$ のとき変数 a と変数 b の最大値、つまりこの場合 a か b の何れか大きいほうを選択すると定義される。
- (50) ジョン・ハル著三菱 U F J 証券市場商品本部訳『フィナンシャルエンジニアリング—デリバティブ取引とリスク管理の総体系・第 7 版』(金融財政事情研究会, 2009) 857 頁参照。
- (51) 株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の場合は株式買取請求日であり、請求日毎に満期日が異なることから、株式買取請求権行使可能な期間(組織再編の効力発生日の 20 日前から前日までの期間)においてはオプションの性質としてはアメリカンタイプのオプションになる。
- (52) オプション理論によれば、このようなペイオフを持つオプションは、エクステンジオプシオン(Exchange Option)と呼ばれるエキゾチック・オプション(Exotic Option)の一種であり、ブラック＝ショールズモデルが前提とする原資産の確率過程と無裁定条件から得られる偏微分方程式とペイオフの条件から、解析解(解析式)が得られる。詳細については、ジョン・ハル・前掲注(4)856-857 頁, 958-960 頁を参照。また、エクステンジオプシ

ンの公正価値（プレミアム）については解析式が得られており、それについては、W. Margrabe, *The Value of an Option to Exchange One Asset for Another*, 33 J. Fin. 177-186 (1978) を参照。

- (53) 例えば、東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁〔テコモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。
- (54) 藤田・前掲注⑩294-295 頁参照。田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室 350 号 (2009) 65 頁参照。
- (55) 弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（別冊ジュリスト 180 号）』（有斐閣，2006）191 頁，江頭憲治郎『株式会社法・第 3 版』（有斐閣，2009）768 頁，藤田・前掲注⑩293 頁参照。
- (56) 鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』（慶応義塾大学出版会，2012）90-91 頁参照。また，石丸将利「判解：楽天対 TBS 事件」『最高裁判所判例解説民事篇＜平成 23 年度 上＞』（法曹会，2014）339 頁においても，二基準間の選択については，客観的な状況に従って決せられるべき問題であるということから何れか大きいほうを選択するという解釈は採用しがたいとする。
- (57) 鳥山・前掲注⑥90-91 頁参照。
- (58) 田中・事例・前掲注⑩411 頁注⑩。
- (59) 田中・総括・前掲注⑩221-222 頁は，さらに組織再編の対価が存続会社株式の場合はより問題は深刻で，「過剰な株式買取請求あるいは取得価格決定の申立てにより，会社の財産が過剰に流出し，会社ひいてはその一般株主の利益を害する恐れがある。」と指摘する。
- (60) 藤田・前掲注⑩283 頁参照。また，金融・商事判例 1339 号 (2010) 58 頁は，この選択的行使の解釈として「弁論主義の適用のない非訟事件の性格，申立人である株主の合理的期待，更には反対の理由の明示を求めているという制度上の枠組み，買取価格の算定基準が株主ごとに異なる」ことを指摘する。
- (61) 新商事判例便覧 2919「吸収合併消滅会社の株主による株式買取価格決定の申立てに対し，合併がなかったならば有していた価格と，合併による企業価値の増加を適切に反映した価格の，いずれか高いほうを『公正な価格』とすべきと判断された事例」商事法務 1902 号 61 頁参照。
- (62) 拙稿（ソフトロー研究 25 号）・前掲注(6) 1-55 頁は同様の手順で「二基準間の選択的行使」による算定方法を「シナジー分配価格」の事案としてテコモ事件に，「ナカリセバ価格」の事案としてインテリジェンス事件に適用した事例研究を行っており，その結果は裁判所の決定と整合的であった。また，湯原心一「〔商事判例研究〕株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求における「公正な価格」：最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テコモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定〕」早稲田法學 90 号 (2015) 122 頁は，最二小決平成 24 年 2 月 29 日について，同決定価格と検証価格は整合するが，「本決

定が用いる手法はナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれか高い方という定式化とは矛盾するものであると言える」と批判する。

III 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用

完全子会社化のための二段階買収においては、二段階目の企業買収で少数株主への対価が現金であるか、支配会社（親会社）である存続会社の株式であるかの違いで価格決定裁判の法形式が異なる場合が多い。II章では主として株式対価の組織再編（一段階買収）および株式対価の二段階買収にかかる株式買取請求・価格決定における「公正な価格」に関する学説の議論を検討したが、本章ではもう一つの対価種類である現金対価の二段階買収について検討する⁽⁶³⁾。すなわち、II章は株式買取請求・価格決定で「公正な価格」を決定するのに対して、本章は現金対価における株式取得価格決定で「公正な取得価格」を決定する場合を問題とする。

1 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の定式化

二段階買収において現金対価の完全子会社化やMBOの対価に不満な少数株主は、全部取得条項付種類株式を導入する際の定款変更のための株主総会決議に反対して株式買取請求（会社法 116 条 1 項 2 号）をし、その後に株式買取価格決定の申立て（117 条 2 項）をするか、あるいは全部取得条項付種類株式の取得に関する株主総会の承認決議に反対した上で裁判所に株式取得価格決定の申立て（172 条 1 項）をすることになる。本節では、現金対価の二段階買収による全部取得にかかる「公正な取得価格」について、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した定式化について検討する。

(1) 株式取得価格決定と「公正な取得価格」

東京高決平成 20 年 9 月 12 日⁽⁶⁴⁾（レックス事件高裁決定）は、MBO に関連した事案ではあるが、裁判所は会社法 172 条 1 項の「取得価格」とは当該株式の取得日（171 条 1 項 3 号、173 条 1 項）における公正な価格（「公正な取得価格」）であり、この「公正な取得価格」は取得日における当該株式の客観的価値（以下「客観的価値」という。）に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮すると判示している。さらに同決定の上

告審である最三小決平成 21 年 5 月 29 日（レックス事件最高裁決定）⁽⁶⁵⁾は原決定の判断を維持したが、同決定における田原睦夫裁判官の補足意見（以下「田原補足意見」という。）によれば、「公正な取得価格」は、① MBO が行われていなかったならば株主が享受し得る価値と② MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の合計とされている⁽⁶⁶⁾。これは、原審の決定における表現とは若干異なるが、算定の枠組みは基本的に同じである。すなわち「公正な取得価格」は、①「客観的価値」と②「増加価値分配額」（以下「プレミアム」ともいう。）の二つを足し合わせた以下の定式がその後の同種事件における裁判実務として定着している⁽⁶⁷⁾。

$$\begin{aligned} \text{「公正な取得価格」} &= \text{①「客観的価値」} \\ &+ \text{②「増加価値分配額」(「プレミアム」)} \end{aligned} \quad (3-0)$$

これはあくまで MBO に関連した価格決定における裁判所の判断ではあるが、これを MBO ではなく親子会社間における完全子会社化の事案にまで射程を拡張できるかが問題となるが、近時の完全子会社化にかかる株式取得価格決定申立事件の二つの下級審決定がそれを明確にした。東京地決平成 27 年 3 月 4 日⁽⁶⁸⁾（ジュピターテレコム事件地裁決定）は、「会社法 172 条 1 項は、全部取得条項付種類株式の全部取得に係る反対株主等に株式取得価格決定申立権を付与しているが、その趣旨は、当該全部取得によってその保有株式を強制的に取得される反対株主等について、その保有株式の経済的価値を補償することにあると解される。かかる趣旨に照らせば、同項所定の『取得の価格』とは、取得日における公正な価格を意味するものというべきであり、具体的には、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当であり、これを本件についてみると、本件全部取得が行われなかったならば株主が享受しうる価値及び本件全部取得後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分（以下、これらを『客観的価値』および『増加価値分配価格』という。）とすることができる。」とし、また東京地決平成 27 年 3 月 25 日⁽⁶⁹⁾（東宝不動産事件地裁決定）も同様の文言で判示した。この「取得日における公正な価格」についての定式は、先のレックス事件最高裁決定における田原補足意見に従っ

たものであるが、完全子会社化と MBO の事案を区別せず同じ算定式を使用することを二つの下級審決定は明確にしている。

しかし、最小決平成 28 年 7 月 1 日はこの算定式を採用してないことから、むしろ最高裁はこの算定式を明確に否定し、これにとらわれないことを判示すべきであったと思われる。すなわち、この算定式を取得日時点（事後）の「公正な取得価格」を算定するために適用するのではなく、後掲の式（3-6）として提示したように、あくまで事前に算定される「シナジー分配価格」としての公開買付価格の評価尺度として使用すべきである。

(2) 「公正な価格」と「公正な取得価格」との統一的取扱い

二段階買収において、一段階目は公開買付けで共通するが、二段階目の取引対価が株式か現金かで公正な価格が異なる。ここで「公正な価格」と「公正な取得価格」の算定方法を別々にとらえるのか、それとも統一的に取り扱うべきかが問題となるが、何れにしても合理的な理論付けや説明が必要になる⁽⁷⁰⁾。学説においては、「全部取得条項付種類株式の取得が株式交換の代用手段であったり、少数株主締出しも合併等の代用手段であるような場合には、株式交換や合併における株主保護と同程度の保護が与えられるべきであり、株式交換や合併における株式買取請求権の行使の場合における価格の決定基準であるシナジーを反映した公正な価格の基準によるべきであろう...」⁽⁷¹⁾とする見解が有力である。完全子会社化のために株式交換の「代用手段」として全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュ・アウトを利用した場合は、「公正な価格の基準」と整合的な価格算定が行われることが期待される。つまり、全部取得条項付種類株式の取得であろうと組織再編であろうと締め出される少数株主の状況に変わりはなく、少数株主の締出しに対する株主保護については、株式買取請求と全部取得のように法形式にとらわれず、統一的な対応がなされる必要がある⁽⁷²⁾。

全部取得による完全子会社化に関連した近時の下級審決定である東京地決平成 27 年 3 月 4 日⁽⁷³⁾（ジュピターテレコム事件地裁決定）は、「会社法 172 条 1 項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定めるべき価格は、株式買取請求の場合（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項等）と同じく公正な価格を意味すると解されるところ、...」とし、ま

た東京地決平成 27 年 3 月 25 日⁽⁷⁴⁾（東宝不動産事件地裁決定）も同様の旨を判示する。つまり、二つの株式取得価格決定事件で裁判所が定めるべき価格が株式買取請求の場合と同じく「公正な価格」であるという点で同一であると明確にした。なお、平成 26 年改正会社法では、同法 172 条 5 項においても「公正な価格」という言葉が条文の中で使用されていることから、裁判所が行う「公正な価格」と「公正な取得価格」の解釈を区別する必要はなく、算定方法においても統一的に取扱うべきである。

(3) 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の定式化

本稿は、二段階買収の対価が株式か現金かという違いによらず、「公正な価格」と「公正な取得価格」の算定においては、「二基準間の選択的行使」による算定方法を統一的に適用すべきと提案する。よって、既にII章で検討した「公正な価格」の定式（式（2-1））を株式取得価格決定における「公正な取得価格」の場合にも統一的に適用する。まず算定基準日（全部取得日）における「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい価格を「公正な取得価格」とすると、

$$\text{「公正な取得価格」} = \max (\text{「ナカリセバ価格」}, \text{「シナジー分配価格」}) \quad (3-1)$$

と表わせる⁽⁷⁵⁾。ここで算定基準日（全部取得日）における「シナジー分配価格」は全部取得価格であり、また現金対価の二段階買収においては公開買付価格と同額となるのが一般的である。この公開買付価格を裁判所が公正と判断した場合には、この価格を参照した全部取得価格は公正であり、逆に不公正と判断して裁判所が価格を変更する場合には、全部取得価格もその修正された公開買付価格（公正とされる）を参照することになる⁽⁷⁶⁾。よって、「シナジー分配価格」は、公開買付けの公表日前（事前）に確定する公開買付価格が公正であり、それを参照していれば公正であると考えられる。

学説においては、公開買付価格は公開買付けの公表日前に確定しており、それを公表日以後の「事後」の事情（株式市場の動向など）を考慮して変更すべきでなく⁽⁷⁷⁾、また公開買付価格の公正性を判断するための基準日と取得日は切

り分けて考えるべきとする見解が有力である⁽⁷⁸⁾。本稿においては、あくまで「公正な取得価格」が決定される算定基準日は全部取得日であるとするが、これを公正な「シナジー分配価格」としての公開買付価格の公正性が判断される「基準日」とは区別するという点で先の学説と同じである。しかし、「ナカリセバ価格」については、公表日後の「事後」の事情として、例えば株式市場の動向等を考慮し補正した上で、「公正な取得価格」の算定基準日である全部取得日における補正株価（「回帰分析的手法」等を利用して補正⁽⁷⁹⁾）を参照するから、「ナカリセバ価格」が選択される場合においては、結果的に「公正な取得価格」は取得日までの事後の事情が反映された価格になる。

以上から、公開買付けを含めて一連の全部取得までの手続が公正と裁判所から判断された場合には、その公開買付価格は公正である。全部取得日において全部取得価格はその公開買付価格を参照するから結果として両価格は同額であり、全部取得価格も公正といえる。これを先の式 (3-1) に代入すると、全部取得日における「公正な取得価格」は、

$$[\text{公正な取得価格}] = \max([\text{ナカリセバ価格}], \text{全部取得価格}) \quad (3-2)$$

図表 3-1 二つの価格決定裁判における「二基準間の選択的行使」による算定方法

価格 \ 価格決定裁判		株式買取価格決定 「公正な価格」 (株式が対価の場合)	株式取得価格決定 「公正な取得価格」 (現金が対価の場合)
「公正な価格」 (①と②の何れか大きい方)	①「ナカリセバ価格」	「回帰分析的手法」による補正株価 (変動価格)	
	②「シナジー分配価格」	市場株価または補正株価 「シナジー補正価格」 (変動価格)	全部取得価格 (または公開買付価格) (固定価格)

注：②「シナジー分配価格」における補正株価は、株式対価の場合は公正な組織再編比率が織り込まれるように補正した株価（「シナジー補正価格」）である。他方の、現金対価の場合は取得日における全部取得価格（公開買付価格と同額となる場合が多く）という固定価格であるが、市場株価の補正と考えることもできる。何故なら、市場株価には全部取得価格が織り込まれるような価格形成となり、取得日前に上場廃止になるが、その後の期間で補正したら取得日においては確定的に全部取得価格と一致するはずだからである。

のように表せる。この定式は、算定基準日（全部取得日）において「ナカリセバ価格」がこの全部取得価格（一定の固定額で通常公開買付価格と同額）を超えた場合には「ナカリセバ価格」が採用され、超えない場合には全部取得価格が採用されることを意味する。

「公正な価格」（II章の式（2-1））と「公正な取得価格」における式（3-2）では、「ナカリセバ価格」は共通であるが、両者間で異なるのは「シナジー分配価格」である。すなわち、株式対価の場合（「公正な価格」）は市場株価（本稿では補正株価である「シナジー補正価格」）が参照されるが、現金対価の場合（「公正な取得価格」）もそれと整合させるためには、原則的として市場株価を参照すべきだが、その補正価格として取得日における取得価格（全部取得価格）が参照される⁽⁸⁰⁾。つまり、「シナジー分配価格」については、前者は対価が存続会社の株式なので算定基準日まで株式市場に連動する変動価格であるのに対して、後者は公開買付けの公表後は、固定価格である公開買付価格（または全部取得価格）に市場株価はさや寄せされるというように両株価の価格変動に違いがある（図表 3-1）。

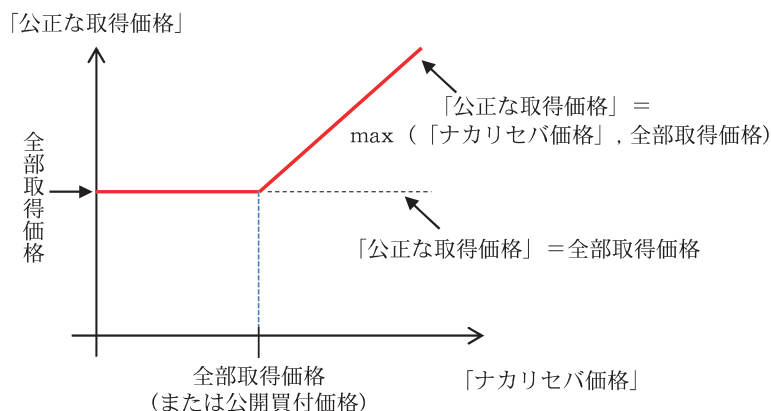
2 「公正な取得価格」に内在するオプションの性質

本節では、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した「公正な取得価格」に内在するオプションの性質を検討する。II章で検討した株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の場合と異なるのは、行使価格が固定額（公開買付価格または全部取得価格）となることである。また、このオプションに対しては学説からの批判があるが、本稿はむしろそのオプション性こそが少数株主保護にとって重要であると考ええる。

(1) 「公正な取得価格」に内在するオプション

「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプションの定式化について検討する。まず全部取得日における「公正な取得価格」は、「ナカリセバ価格」と全部取得価格の何れか大きい方を選択するものとして式（3-2）で表されるが、それを以下のように変形すると、

図表 3-2 全部取得日（オプション満期日）における反対株主のペイオフ



$$\begin{aligned} \text{「公正な取得価格」} &= \text{全部取得価格} \\ &+ \max (\text{「ナカリセバ価格」} - \text{全部取得価格}, 0) \end{aligned} \quad (3-3)$$

のように表せる⁽⁸¹⁾。この式の右辺から「公正な取得価格」は、右辺第一項の全部取得価格を下限として、それに対して右辺第二項では「ナカリセバ価格」を原資産、全部取得価格（または公開買付価格）を行使価格および全部取得日をオプション満期日とするコールオプションのペイオフを加算したもので表される⁽⁸²⁾。すなわち式 (3-3) は、

$$\text{「公正な取得価格」} = \text{全部取得価格} + \text{オプション価値} \quad (3-4)$$

と表せる。つまり、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した「公正な取得価格」には、市場全体の株価動向とは無関係に全部取得価格（あるいは公開買付価格）が保障された上に、さらに市場全体の上昇の恩恵を受けることができるコールオプションが内在する

全部取得日まで株式を保有し取得価格決定の申立てを行う株主は、現金対価の二段階買収で「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプションを持つことになる。このオプションのペイオフ（利得）は、全部取得日を満

期日とするヨーロッパタイプのオプションを行使した場合のペイオフと同等になる(図表3-2)。他方で、取得日である満期に到達しない期間、すなわち取得日前(かつ上場廃止前)の期間に、株主は保有する株式をほぼ公開買付価格にさや寄せされた市場株価(≒公開買付価格または全部取得価格)で売却することができるから、そのような場合には、

$$\begin{aligned} \text{株式の処分価値} &= \max(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{市場株価}) \\ &= \text{市場株価} + \max(\text{「ナカリセバ価格」} - \text{市場株価}, 0) \\ &\simeq \text{全部取得価格} + \max(\text{「ナカリセバ価格」} - \text{市場株価}, 0) \end{aligned} \quad (3-5)$$

という式で表せる。株主は、上場廃止まで保有する株式を市場でいつでも売却(オプションの行使)が可能であるから、その意味でアメリカンタイプのオプション(上式右辺第二項)を持つことになる。

(2) 「公正な取得価格」と公開買付価格との関係

現金対価の二段階買収において、一般的に全部取得価格は公開買付価格と同額に設定されるが、裁判所は、公開買付価格が企業買収等において生じるシナジーを公正に分配していると判断する場合には、この公正とされる公開買付価格または同額の全部取得価格をもって「公正な取得価格」とする。この公正なシナジー分配を実現している公開買付価格は、公開買付けの公表前(事前)の時点で、①の「客観的価値」と②「増加価値分配額」(「プレミアム」)の二つの価値の和で評価できる。

$$\begin{aligned} \text{公開買付価格} &= \text{①「客観的価値」} \\ &\quad + \text{②「増加価値分配額」(「プレミアム」)} \end{aligned} \quad (3-6)$$

一般的に①の「客観的価値」は、公開買付けの公表日前(事前)における買収対象会社株式の一定期間の市場株価を参照してその平均値で算出される。この①「客観的価値」と公開買付価格との差額が、②のプレミアムとして評価されるが、①「客観的価値」に対する②「プレミアム」の割合であるプレミアム率(=②「プレミアム」/①「客観的価値」)は、公開買付価格が①「客観的価値」

に対してどの程度の上乗せとなるかを計測する評価尺度である。このプレミアム率という数値は一律に固定されたものではなく事案によって値が異なる⁽⁸³⁾。

ここで、全部取得価格が公開買付価格を参照した場合は、「全部取得価格＝公開買付価格」とし、式(3-6)を式(3-4)に代入すると、

$$\begin{aligned} \text{「公正な取得価格」} = & \text{①「客観的価値」} + \\ & \text{②「増加価値分配額」(「プレミアム」)} + \text{③オプション価値} \end{aligned} \quad (3-7)$$

となり、「公正な取得価格」は三つの価値に分解できる。仮に「二基準間の選択的行使」による算定方法を裁判所が採用するという市場参加者の期待があり、それに付随する③オプション価値が市場株価に織り込まれるとすれば、期中(公開買付けの公表日から全部取得日までの期間)における式(3-7)で表される「公正な取得価格」の理論価格と市場株価はほぼ等しくなると予想される。

また理論的には、期中(時点 t)におけるオプションの公正価値は、満期日(全部取得日(時点 T))におけるオプションペイオフ(式(3-3)の右辺第二項)の期待値を現在価値(割引率 r)で割り引いたものに等しい。すなわち、

$$\text{オプション価値}_t = \frac{1}{(1+r)^{T-t}} E_T \{ \max (\text{「ナカリセバ価格」}_t - \text{全部取得価格}, 0) \} \quad (3-8)$$

と表すことができる。ここで「ナカリセバ価格」等に t の添え字がついているのは t 時点の価格であることを表し、また式中の $E_T \{ \}$ は T 時点(オプション満期)における $\{ \}$ の中の期待値を算定することを意味する。公開買付けの公表日後から全部取得日まで、

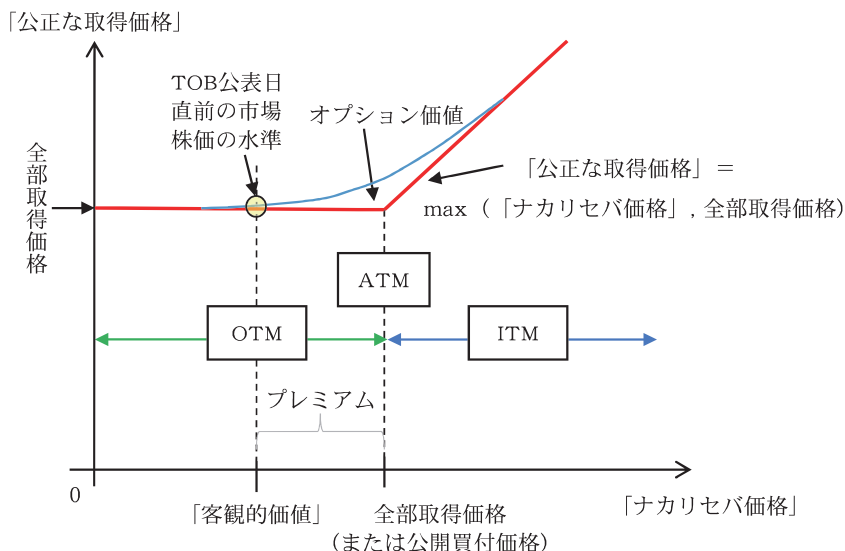
$$\text{「ナカリセバ価格」} < \text{全部取得価格 (または公開買付価格)}$$

であれば、期中のオプション価値は時間的価値しかないから小さい値となる。

(3) 算定基準日（全部取得日）までの保有株式のペイオフ

この「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプションは、行使価格である全部取得価格と原資産価格である「ナカリセバ価格」が同額の場合にはアットザマネー（At The Money, 以下「ATM」という。）となり、オプションの時間的価値は最大になる。また「ナカリセバ価格」が全部取得価格（公開買付価格と同額）を超えた場合には、オプションの本源的価値はプラスになるインザマネー（In The Money, 以下「ITM」という。）の状態となる。これに対して、「ナカリセバ価格」が全部取得価格を下回る場合は、オプションはアウトオブザマネー（Out of The Money, 以下「OTM」という。）の状態になる。特に、「ナカリセバ価格」が全部取得価格を大きく下回るような場合（例えば、公開買付けの公表直後など）で公開買付価格に含まれた（あるいは「客観的価値」に付された）プレミアム（またはプレミアム率）が大きいほどオプ

図表 3-3 全部取得日における「公正な取得価格」のペイオフと期中のオプション価値



注：「TOB 公表日直前の市場株価の水準」は公開買付けの公表日直前の単日の市場株価（終値）であり、「客観的価値」は公開買付け公表日以前の複数日における市場株価の平均値である。通常、両価格は近い値であるが等しい値ではない。

ションの経済価値はゼロに近くなる (図表 3-3)。

「ナカリセバ価格」は公表日直前日 (あるいは公表日) の市場株価を起点として算定されるので、公開買付けの公表日直後は市場株価が公開買付価格にさや寄せられて急騰するが、一方で「ナカリセバ価格」はその市場価格 (または公開買付価格) を大きく下回って推移する (例えば、後掲の図表 5-7 または図表 5-12)。ここで「客観的価値」は公開買付けの公表日以前における急騰する前の市場株価の平均値であるから、いわゆるディスカウント TOB でない限り、公表直後のオプションは OTM の状態にあり、当該オプションの経済価値はほとんどゼロに等しい (図表 3-3)。しかし、公表日以後しばらくして TOPIX や JAS-DAQ INDEX を代理変数とする株式市場の上昇に連動して「ナカリセバ価格」が公開買付価格を上回るような場合、オプションは ITM となる。このような場合、裁判所が「公正な取得価格」の決定において「ナカリセバ価格」を採用すると市場参加者が期待すれば、市場株価に ITM のオプション価値が織り込まれ、市場株価は公開買付価格を上回ると予想できる⁽⁸⁴⁾。もっとも、このような ITM の場合においても、オプション価値が市場株価に織り込まれずに、例えば公開買付価格近辺にさや寄せされたままの状態になると、その市場価格で当該株式を取得する投資家は無償で ITM のオプションを入手できる。しかし、仮に市場が情報効率で価格裁定が働けばそのようなことは生じないだろう。

(4) オプションに対する学説からの批判とその反論

「二基準間の選択的行使」による算定方法には、オプションとしての性質が内在するが、これに対して反対株主による制度濫用への懸念が学説にはある⁽⁸⁵⁾。すなわち企業買収等に対する賛否とは無関係に、公表日から基準日までの株価変動を利用して利益を得る目的 (投機目的) で株主総会に反対するインセンティブを株主に与え、その結果最悪の場合、企業価値を増加させ会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等が株主総会で否決されてしまう可能性があり、特に現金の社外流出を予定しない吸収合併や株式交換などの組織再編行為 (対価が存続会社株式の場合) の方がより懸念される⁽⁸⁶⁾。

しかし、前述したように「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在する OTM のオプションが投資家にとって濫用したくなるほど魅力的な価値を持たない。企業買収等の公表日直後においては、行使価格である公開買付価格

(または同額の全部取得価格)には公表直前の市場株価に対して相当のプレミアムが含まれている。そのため、公表日直後においては、公表直前の市場株価を参照する「ナカリセバ価格」と公開買付価格の差額が大きく、オプションは(ディープ) OTM の状態である(図表 3-3)。よって、オプションの公正価値(プレミアム)はほとんどゼロに近く、少なくとも経済合理的な投資家からのオプションの濫用は懸念されるものではない。さらに、このオプションはあたかも「無償」で付与されていると批判されるが、実際のところ無償で「入手」できるのは、公開買付けの公表以前から当該株式を保有していた株主だけである。公表日後は、理論的にはそのオプション価値は市場株価に織り込まれており⁽⁸⁷⁾、市場から当該株式を取得すればオプションを有償で入手したことになるから、決して無償で入手したのではなくフリーランチではない。

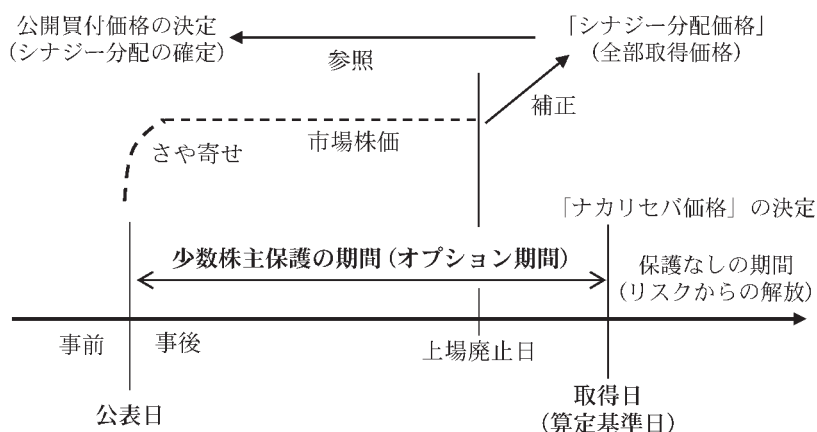
もっとも、株式買取価格決定の申立てをする反対株主の主張価格は市場株価法以外の株価算定方法を根拠にする場合が多く⁽⁸⁸⁾、市場株価や補正株価よりもずっと高いのが一般的であるので、オプションの存在を原因とする制度の濫用を懸念するほどのインセンティブは反対株主にとって少ないと思われる。本稿では、むしろ株式買取請求権あるいは取得価格決定の申立制度にこのオプション性を内在させることにより、少数株主保護という制度趣旨を実現できると肯定的に考える。

(5) オプション期間と少数株主保護

オプションは二段階買収において前置きした公開買付けの公表によって生じる。これは、取得日において「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待」⁽⁸⁹⁾に相当するようにもみえるが全く別物である⁽⁹⁰⁾。本稿の「二基準間の選択的行使」による算定方法は、あくまで公開買付けの公表日から全部取得日までの期間(オプション期間)限定でオプションによって少数株主は保護されるにすぎない。全部取得される少数株主はその取得日において株式が現金となりリスクから解放されるから、そのオプション満期日である全部取得日以後における「株価の上昇に対する期待」など保護に値しない。

公開買付けの公表後から全部取得日(オプション満期日)までの期間が長くなるほどオプション期間が長くなるから、理論的にはオプション価値が高まる。二段階買収に関連した一連の手續に要する期間が長くなるほど、前置きした公

図表 3-4 全部取得における少数株主保護の期間（オプション期間）



開買付けに強圧性が生じてしまうことが学説で指摘されている⁽⁹¹⁾。しかし、全部取得日までの期間が長期化することによって、理論的には先のオプション価値が増加するから、少数株主にとって強圧性の影響が少しでも軽減されると考えられる。また、企業買収等をする側にもオプション価値を下げるように全部取得を完了するまでの期間（法制度の問題もあるが）をより短縮するインセンティブが生まれるとすれば、少数株主保護という点からは好ましい。

(6) オプション価値と少数株主保護との関係

株式対価の組織再編にかかる株式買取請求・価格決定における「公正な価格」については、「二基準間の選択的行使」による算定方法を使用すれば、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択するというペイオフとなる。そこに組み込まれた、スプレッドオプション (Spread Option)⁽⁹²⁾は、原資産が「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の差額で、行使価格はゼロとなる（II章の式 (2-2) の右辺第二項）。「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」は相関関係が高いので、スプレッドオプションの公正価値（プレミアム）は、「公正な取得価格」に内在するオプションの場合、すなわち行使価格が全部取得価格という固定額であるプレーン・バニラ型オプション（通常のオプション）と比較してオプションの時間価値は小さい⁽⁹³⁾。つまり、現金対価の場

合のペイオフによる価格算定の方がオプション価値を尺度とするならば少数株主保護の度合いが大きいことを意味する⁽⁹⁴⁾。このことは、平成17年改正会社法で導入された組織再編行為の対価柔軟化に対して「シナジー分配価格」が導入された際に、現金対価の組織再編におけるシナジー分配による少数株主保護を重視する有力学説⁽⁹⁵⁾とも整合的である。

現金対価による企業買収等を行う側にとって「公正な取得価格」を算定するための「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプションの価値を小さくするためには、①公開買付価格（あるいは全取得価格）という行使価格をより高くする、②公開買付け公表日からオプション満期（取得日）までの一連の取引期間（オプション期間）をより短くするという二つの方策がある。

①における公開買付価格は公正な手続きから結果として算定されるものであり、オプション価値を低下させるように算定されるものではないことに注意が必要である。しかし、事前における公正な手続きで算定された公開買付価格のプレミアム率が著しく低い場合や公表直前の市場株価を下回るような公開買付価格（いわゆるディスカウント TOB）の場合もあり得る⁽⁹⁶⁾。つまり、手続的に公正ではあるが著しく低い公開買付価格を前置きする二段階買収に対する牽制機能が、①にはあると思われる。

また、②の期間であるが、取引期間（オプション期間）の短縮は法制度（二段階目で株主総会を不要とするなど）によって改善されるが、同じ法制度の下にあっても個別事案で取引期間が大きく異なるから期間の長い事案については、より短縮する余地はある。また、企業買収等をする側にもオプション価値を下げるよう、二段階買収における一連の取引にかかる期間をより短縮しようとする誘因が働き、結果として公開買付けに応募せず全部取得される株主も不安定な地位に置かれる期間が短縮されれば、それが少数株主保護につながる。

先の①と②の何れも、少数株主保護の観点で整合的であり、この「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプションの存在こそが株式買取請求権制度や株式取得価格決定申立制度における少数株主保護という制度趣旨に合致する。よって、内在するオプション価値が濫用を懸念される程の価値を持たないからといって、そのオプションが不要なものではなく、そのオプションの存在こそが株式買取請求権を徴表するものであり、少数株主保護にとっては重要な役割をはたすのである。

3 二段階買収における「公正な価格」と「公正な取得価格」の決定

二段階買収による完全子会社化の事案は、第二段階目の企業買収における少数株主への対価の種類によって、株式対価と現金対価の二種類に分けられる。株式対価の組織再編では、株式交換や吸収合併等の組織再編において存続会社（あるいは親会社）の株式が消滅会社（子会社）の少数株主に交付されるので、対価株式の株式数を決定するための合併比率や株式交換比率等の組織再編比率やその算定の基礎となる公開買付価格の公正さが裁判所から判断され「公正な価格」が決定される。これに対して、現金対価の組織再編や全部取得条項付種類株式の全部取得のように少数株主に交付されるのが現金の場合⁽⁹⁷⁾、その組織再編の対価額や公開買付価格（または全部取得価格）の公正性が裁判所によって評価され「公正な取得価格」が決定される。つまり、現金対価と株式対価では裁判所の公正性における法的評価の対象は、前者が公開買付価格等であるのに対して、後者が組織再編比率というように異なる。

特に現金対価の場合には公開買付けを前置きした二段階買収が利用されるケースが一般的であるが、それに関する学説の議論も多く、本節では二段階買収取引における「一連の取引性」の問題（(1)款）や少数株主が受けるとされる「強圧性」や「フリーライド」の問題（(2)款と(3)款）を取り上げ検討する。また、本稿の事例研究で取り扱う二段階買収の事案について、株式対価と現金対価の両方を簡単にまとめ検討した（(4)款）。

(1) 二段階買収における「一連の取引性」の問題

現金対価の二段階買収において、買収対価の価額が最大の争点になる以外には、買収対価の公正性を判断する「時点」が問題になる。二段階の取引を一連の取引とみなせるか否かで公正性の判断時点が異なるため、一連の取引とみなせる場合の条件について従来から議論されている。例えば、MBOのように現金を対価として経営陣が自社株式の全部取得を目的とする事案においては、第一段階の公開買付けと第二段階の取得取引という複数の取引を一連の取引とみなすという学説の見解がある⁽⁹⁸⁾。また同様に最三小決平成 21 年 5 月 29 日⁽⁹⁹⁾（レックス事件最高裁決定）における田原補足意見が「全部取得条項付種類株式の全部取得」ではなく、「MBO」という取引に注目した点に着目して、MBOの価格決定裁判における公正な価格の決定においては、MBOという一連の取

引に着目し一体の取引として公正な価格を算定すべきであり⁽¹⁰⁰⁾（以下「一連取引説」という。）、これはMBOに限らず、二段階買収の形で行われる企業買収等（親会社の完全子会社や独立当事者間における100%買収）にも一般に妥当する⁽¹⁰¹⁾。さらに、同学説では企業価値の増加または不増加の判定に関しても、企業買収等における会社法上の行為（組織再編行為や全部取得）が二段階買収という一連の取引の二段階目の行為として行われたものである場合には、企業価値の増加は一連の取引によって生じるので、第一段階目の公開買付けと第二段階目の企業買収等によって生じる企業価値の増加分は区別できないという⁽¹⁰²⁾。つまり、企業価値の増加または不増加の判定は一連の取引全体で判断すべきであるが、そもそも本稿における「二基準間の選択的行使」による算定方法ではこの判定を行わないが、一連取引説の考え方は採用する。

これらの学説は、第一段階の公開買付けの公表時点で当該企業買収の目的が明らかであれば、第二段階を含めて一連の取引とみなせるという見解である。すなわち、親会社が子会社株式の全てを取得する完全子会社化の事案において、完全子会社化という最終目標を買収者が事前に明示していれば一連の取引とみなすことができる。しかし、第一段階と第二段階の取引の間に相当のタイムラグがあるような場合には、一連の取引という認定が困難になる場合も予想される⁽¹⁰³⁾。従って、どのような場合であれば一連の取引としての二段階買収といえるのか、すなわち、どのような場合に全体が一連の取引であると法的に評価できるかについては、より具体的な基準が構築される必要がある⁽¹⁰⁴⁾。

何れにしても、これら二段階買収における一連の手続が公正と認められる場合には、裁判所は公開買付け価格を尊重して取得価格とすべきで、逆に不公正と評価される場合に限り公正とされる価格を算定すべきというのが有力であるが⁽¹⁰⁵⁾、公正か不公正かは二段階買収という一連の取引で判断することになるので、その前提として取引の一連性の判定が重要性を持つことになる。

また、二段階買収が一連の取引と認定された場合には、その一連の手続が公正か否かを判断する時点が問題となる。公開買付けを前置きしたキャッシュアウトの場合には、公開買付けの公表時点でキャッシュアウト対価まで公表されるのが通常であり、この公表には法的に拘束力があり、仮にこれに満たない価格でキャッシュアウトされるとその対象株式を保有する株主は差額を求めることができるから、公開買付けとキャッシュアウトをいわば一体に考え、公開買

付けの時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考えるべきとする主張もあり⁽¹⁰⁶⁾、近時のジュピターテレコム事件最高裁決定⁽¹⁰⁷⁾でもこれと同様の判断がなされている。

(2) 二段階買収における「強圧性」と「フリーライド」の問題

二段階買収においては、「強圧性」と「フリーライド」の二つの問題が存在すると従来から指摘されている⁽¹⁰⁸⁾。ここでの「強圧性」とは、第二段階目の組織再編や全部取得の対価が第一段階目の公開買付価格を下回る可能性を示唆することによって、第一段階目の公開買付けに応募せざるを得ないような動機づけあるいは圧力を少数株主に与えることである⁽¹⁰⁹⁾。実際、我が国の M&A 市場または株式市場において二段階買収における強圧性が存在することはファイナンスの実証研究においても報告されている⁽¹¹⁰⁾。この強圧性が放置されると、企業価値を引き下げる企業買収であると対象会社の大半の株主が考えている場合でも、その公開買付けが成立してしまうという問題が指摘されている⁽¹¹¹⁾。ただし、株式対価の二段階買収では、対価株式が存続会社（または親会社）の株式であり、前置きされた公開買付価格とその後公表される組織再編比率が公正である場合には、それらが織り込まれるように対価株式の市場株価が公正に価格形成されていれば、少数株主が公開買付けに応じざるを得ないようにする強圧性の問題は生じないと思われる。

強圧性の問題とは逆に、第二段階目の取引対価が第一段階目の公開買付価格を上回る可能性を示唆しあるいは保障すると、買収者が被買収会社の価値を公開買付価格よりも高く評価しているという情報を他の株主が知ることになり、株主が公開買付けに応じなくなると、公開買付けが成立しなくなるという「フリーライドの問題」⁽¹¹²⁾が発生する。これについては、株式買取請求権によって強圧性に対応しようとする努力には内在的な限界があり⁽¹¹³⁾、また場合によっては弊害もあることから、強圧性の問題に対応するのであれば株式買取請求権ではなく公開買付規制により対応をすべきである⁽¹¹⁴⁾。その際、強圧性とフリーライドの両方の問題を解決できるようなものが望ましいが⁽¹¹⁵⁾、フリーライド問題を考慮すると、二段階買収の取引全体を一体とみなせるならば、現金対価の場合には「公正な取得価格」と公開買付価格とが同額となるのが妥当である⁽¹¹⁶⁾。しかし、株式買取請求権の行使には費用と時間がかかるから、「公正な価格」と

公開買付価格とが一致しても実質的に「公正な価格」の方が低いことがあり得るので、強圧性の問題の解消にはならないとの指摘もある⁽¹¹⁷⁾。

(3) 予測可能性と少数株主の受ける強圧性とのトレードオフ

近時の現金対価の二段階買収にかかる株式取得価格決定である最一小決平成28年7月1日⁽¹¹⁸⁾において、全部取得価格が「公開買付けに係る買付け等の価格と同額」となることが事前に「明示」されれば、多数株主と少数株主間の利害調整（恐らくは強圧性の問題も含まれる）が反映された額として裁判所はそれを認めると解釈できる。この決定でフリーライドの問題点は解決し、さらに買収をする側に公開買付けの成功の可能性が高まるという予測可能性を与える。これを式で表せば、単に

$$\text{「公正な取得価格」} = \text{公開買付価格}$$

となる。この定式からは、企業買収をする側には確定された公開買付価格で、それも任意の取得時期で企業買収を行えるという自由度と共に予測可能性が増すという利点がある。

他方の少数株主は価格自体に不満があっても裁判所の決定価格に「予測可能性」があるから価格決定の申立てをしても無駄であり、買収者側の言値で保有株を売却せざるを得ないという強圧的な効果を生み出す可能性がある。つまり、企業買収する側の予測可能性と少数株主の受ける強圧性にはトレードオフの関係にあるから、最一小決平成28年7月1日のように企業買収する側の予測可能性を重視しすぎると少数株主にとっては強圧性が生じ、会社法の価格決定裁判制度における少数株主保護という制度趣旨を損なうという新たな問題が顕在化する。

本稿では、この顕在化した問題を解決できる新たな価格決定のための算定方法を提案し、それが予測可能性と強圧性とのトレードオフの関係がより少数株主保護の方向に修正する効果がある可能性を示す。前述したように、強圧性が生じる原因は、裁判所が手続きの公正さから直ちに、「公正な取得価格」＝「シナジー分配価格」とすることである。そこで強圧性を緩和するためには、

「公正な取得価格」=max (「シナジー分配価格」, 「ナカリセバ価格」)

で表される「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用すべきである。同算定方法では「ナカリセバ価格」との選択権が与えられるから、少数株主が受けると予想される強圧性を緩和できる。これによって、企業買収等をする側の予測可能性が低下するが、少数株主はオプションを持つことで強圧性を緩和するという効果が期待できる。また、企業買収等にかかる一連の取引期間が長期化してしまうほどオプション期間が長くなり、その結果オプション価値が増加するから、逆に企業買収等をする側にはペナルティのように作用する。よって、買収者側には、より取引期間を短縮化しようとする誘因が働くと考えられる。

(4) 事例研究で取り扱う完全子会社のための二段階買収の特徴

二段階目の組織再編における対価が株式の場合の事例研究をIV章で検討するが、全ての事案で第二段階目は株式交換が利用されている。その場合株式交換における対価株式が日本株式か外国株式かの違い、また株式交換比率の決定方式が固定制か変動制かという違い⁽¹¹⁹⁾、あるいは東京地裁民事第八部か大阪地裁第四民事部かといった裁判所（あるいは裁判官）等の違い⁽¹²⁰⁾により「公正な価格」の決定内容に差異が出た可能性がある。特に、三角株式交換⁽¹²¹⁾でかつ変動制株式交換比率⁽¹²²⁾が採用されている日興コーディアルグループ事件⁽¹²³⁾（以下「日興 CG 事件」という。）とそれ以外の三洋電機事件⁽¹²⁴⁾およびパナソニック電工事件⁽¹²⁵⁾の二事件とで、価格決定に大きな違いが生じている。すなわち、日興 CG 事件では公開買付価格と同額の基準価格（変動制交換比率を算定するための）という固定価額が採用され、他の二事件では存続会社株式の市場株価を基礎とした決定価格となっている（図表 3-5）。

V章で検討する現金対価の二段階買収の事案も、IV章で検討する日興 CG 事件で「公正な価格」として固定額（公開買付価格と同額の「基準価格」）が採用された事案と経済的な効果としては同様に考えることができる⁽¹²⁶⁾。現金対価の事例として本稿で取り上げるのは松尾橋梁事件⁽¹²⁷⁾、東宝不動産事件⁽¹²⁸⁾およびジュピターテレコム事件⁽¹²⁹⁾の三事件であるが、現金という固定額による買収であるから、価格決定においては公開買付価格またはそれと同額の全部取得価格をもって「公正な取得価格」とするか否かが重要な判断になる。買収対価の種

図表 3-5 完全子会社のための二段階買収における二段階目の買収の特徴

二段階買収の事件名 \		二段階目の買収	株式交換比率決定方式	対価の種類	裁判所決定価格の算定方法
IV章	日興 CG 事件	三角株式交換	変動制と固定制	外国株式(円建て)	公開買付価格または基準価格と同額。
	パナソニック電工事件	株式交換	固定制	日本株式	市場株価を参照した平均株価。
	三洋電機事件	株式交換	固定制	日本株式	
V章	松尾橋梁事件	現金対価の全部取得	—	現金	事案毎に異なるがおよそ下級審では「客観的価値」の補正が認められ、上級審では公開買付価格と同額とされた。
	ジュピターテレコム事件			現金	
	東宝不動産事件			現金	

注：松尾橋梁事件（地裁）、ジュピターテレコム事件（地裁と高裁決定）および東宝不動産事件（地裁決定）では、「客観的価値」を株価補正することによって価格決定されたが、結局のところジュピターテレコム事件（最高裁決定）および東宝不動産事件（高裁決定）では公開買付価格をもって決定価格とされた。

類が異なる企業買収等の事案に対して、異なる法形式の価格決定裁判で「公正な価格」または「公正な取得価格」をそれぞれ算定するにしても、完全子会社化という経済的な効果と目的は同じであるから、対価種類の違いに関わらず両価格決定の算定方法には整合性を持たせるべきである。そこで、本稿のIV章で株式対価の事案を、V章では現金対価の事案に対して「二基準間の選択的行使」による算定方法を統一的に適用し、それぞれ「公正な価格」と「公正な取得価格」の価格決定について具体的事案を検討する。

(63) 川村力「合併の対価と企業組織の形態(1)」法学協会雑誌 126 号 4 巻 (2009) 824 頁によれば、いわゆる二段階買収（あるいは「二段階公開買付」）とは、第一段階として、被買収会社の支配権を得るために公開買付けを行い、第二段階で取得した支配権を用いて公開買付けに応じない少数株主を締め出す、すなわち「スクウィーズ・アウト」する取引であるとする。企業買収等で「現金対価」による締め出し（スクウィーズ・アウト）について強調する場合は「キャッシュアウト」という用語を使用する場合もある。

(64) 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

(65) 最三小決平成 21 年 5 月 29 日・前掲注(4) 35 頁〔レックス事件最高裁決定〕。

(66) MBO の事案については、本稿で多用する「シナジー分配価格」という表現はミスリーディ

ングとなる場合がある。田原補正意見では、シナジー効果に相当する部分を「MBO の実施によって増大が期待される価値」と呼ぶが、これを適切に分配した価格を含めて、「シナジー分配価格」という。

- (67) 飯田・私法・前掲注②41 頁は、田原補正意見による定式は「足し算の一人歩き」として批判し、手続きが公正と認められる場合には妥当でないという。黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路—江頭憲治郎先生古稀記念』（有斐閣，2017）407 頁は、東京地決平成 20 年 9 月 12 日・前掲注④428 頁（レックス事件高裁決定）が判示する取得日における「株価上昇に対する期待」などは保護に値しないという。本稿も同意見である。
- (68) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・後掲注②42 頁〔ジュピターテレコム事件地裁決定〕。また、同地裁決定は最一小決平成 28 年 7 月 1 日の原々審決定である。
- (69) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・後掲注②34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕。
- (70) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』（日本証券経済研究所，2007）281 頁は、「全部取得条項付種類株式制度は、その運用次第によっては、組織再編に関してとられた政策判断と実質的に相容れない結果をもたらすおそれがある。この制度の利用それ自体の制限とこの制度が利用された場合の株式の買取価格・取得価格の決定の合理的な解釈が必要になる」と指摘する。
- (71) 山下友信「第 4 款 全部取得条項付種類株式の取得」山下友信編『会社法コンメンタール 第 4 巻 株式(2)』（商事法務，2009）109 頁。
- (72) 加藤・前掲注②4 頁，田中亘「第 9 章 企業の買収・結合・再編」伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征著『会社法・第 3 版』（有斐閣，2015）406-407 頁参照。
- (73) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・後掲注②42 頁〔ジュピターテレコム事件地裁決定〕。
- (74) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・後掲注②34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕。
- (75) 田中・総括・前掲注①220 頁は、「『公正な価格』＝Max（公正分配価格，ナカリセバ価格）」と表記し、この定式を「いずれか高い方」定式と呼んでおり、この定式はミスリーディングであり、価格の決定方法についての判例と実際には合致していないだけでなく、文字通りに適用すると不都合な事態を招くことから、新たな定式を作る必要があると主張する。
- (76) 公正性の判断については、各論において議論の余地は残されているものの、総論においては学説や近時の最高裁決定（ジュピターテレコム事件）ではほぼ固まっており、本稿においても「シナジー分配価格」においては手続的な公正性を重視した最高裁決定の判定方法でよいと解している（図表 2-4）。
- (77) 田中・補正・前掲注②113 頁参照。また、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価——最決平 28・7・1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事法務 388 号（2016）54 頁は、公開買付けの開始時点で公開買付価格の公正性を裁判所は判断すべきとし、不公正と判断した場合は公開買付価格の変更もあるが、その変更においては、「公開買付以降の株式市場の動向等を勘案した『補正』を行うべきではない」と主張する。
- (78) 藤田・前掲注⑦55 頁は、企業価値を増加させる場合で、現金対価の場合には、「基準日」

を問題にする意味がほとんどなく重要なのは「条件の公正さを判断すべき時点(条件が決定されたときとみなされる時点)」であり、全部取得価格を明示した二段階買収によるキャッシュアウトの場合は、原則として公開買付時点であるという。また、神田秀樹「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 巻 4 号 (2016) 889 頁は、算定基準日に関しては、株式買収請求の価格決定の場合と全部取得条項付種類株式の取得価格決定の場合、そして、特別支配株主の売渡請求に係る価格決定の場合とて、異なっており良いのかということの問題にしており、少なくともキャッシュアウトの場合は、そろえた方がよいと考えており、一貫したルール形成が期待されるという。

(79) 弥永・前掲注⑤191 頁。

(80) 対象となる株式の価格形成が十分に情報効率的であれば、どちらの場合も、当該株式の市場株価を参照するという考え方もある。現金対価の二段階買収の場合では、対象会社の市場株価は、公開買付価格とその後の全部取得価格にさや寄せされるような価格推移となり公開買付価格を織り込むような価格形成となる。しかし、同株式は全部取得日には上場廃止となるから市場株価は存在せず、便宜的に公開買付価格をもって「シナジー分配価格」とするのが簡便で分かりやすい。また、株式対価の二段階買収では、裁判例の多くは市場株価を参照して価格決定をしているが、本稿では補正株価(「シナジー補正価格」)を参照することになる。田中・補正・前掲注②112 頁および飯田・私法・前掲注②43 頁は、手続が公正であれば市場株価(または公開買付価格)を参照するという見解である。

(81) 変形に使用した公式は、 $\max(a,b)=b+\max(a-b,0)$ であるが、ここでは証明を省略する。

(82) ジョン・ハル・前掲注⑤837 頁は「プレーンバニラ商品 (plain vanilla product)」といった呼び方をしている。これは行使価格が固定額の典型的なオプションを表す言葉であり、それに対応するものとしてエキゾチック・オプション (Exotic Option) があり、プレーンバニラよりも複雑なオプションである。

(83) 例えば、本稿で取り上げる全部取得の事案を例にすると、公表日前市場株価の 1 か月単純平均に対して、東宝不動産事件における公開買付価格には 40.8%、ジュピターテレコム事件におけるそれは 54.1%、また松尾橋梁事件では、公表日前市場株価の 1 か月出来高加重平均に対して 37.1%となる。おおよその率だけオプションは、行使価格に対して OTM の状態になっているわけだからオプション価値は無きに等しい(図表 3-3)。逆に言えば、むしろ不必要に大きいプレミアム率を載せて算定された公開買付価格の事案もあり得るのではないと思われる。少数株主保護の観点からはプレミアム率が大きいことは良いことであるが、企業買収等を行う側においては不必要なプレミアムによる買収で、自社の企業価値または株主価値を毀損してしまったのでは経営判断が問われる可能性がある。

(84) 同一ではないが類似の現象は、後掲図表 5-12 のグラフで表された東宝不動産の事案で観察される。通常のケースでは、公開買付価格の公表日以後、市場株価はほぼ公開買付価格にサヤ寄せされるようにほとんど変動しないが、東宝不動産の市場株価は市場全体が急上昇していたこともあり、将来公開買付価格が引き上げられるとか、価格決定裁判でより高価格が認定されるというような思惑的なあるいは投機的な価格形成となり、市場指数(TOPIX)

と連動して上昇する場面がみられる (図表 5-12)。必ずしも、オプションが ITM になったわけではないが、価格形成のイメージとしては参考になると思われる。

- (85) 飯田秀総「最高裁判所民事判例研究 (民集 65 巻 3 号)」法学協会雑誌 130 巻 12 号 (2013) 284 頁参照。田中・総括・前掲注⑩222 頁は、「反対株主にとっては、固定されたキャッシュアウト価格を最低保障金額として、市場全体の株価動向を反映して決まる『ナカリセバ価格』が当該金額を上回って上昇すればするほど、利益が得られることになる。」として、反対株主の投機を懸念する。
- (86) 田中・総括・前掲注⑩220 頁参照。全部取得に関連する承認決議が株主総会で否決されるような事例が実際にあったかは現在調査中である。
- (87) 藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号 (2012) 8 頁は、「まず純粹理論的には、株式買取請求権の価値 (一種のオプション価値) が株価に折り込まれるはずである。」と指摘する。もっとも、どのような価格決定が裁判所によってなされるかという市場参加者の期待によって、オプション価値の織り込まれ方も異なる。また、株主にとっては、保有株式の取引最終日 (上場廃止日の前日) までにオプションの ITM の価値が織り込まれない場合には、市場での売却をあきらめて価格決定の申立てをすることもあり得る。
- (88) 市場株価法以外の算定方法としては、例えば個人投資家等でも容易に数値を入手可能な簿価純資産法等がある。これらの算定方法による価格は「シナジー分配価格」の引上げを狙うものであり、「ナカリセバ価格」とは無関係であると考えられる。
- (89) 東京高決平成 20 年 9 月 12 日・前掲注⑥428 頁 [レックス事件高裁決定]。ただし、この上昇に対する期待は、同決定文ではプレミアムの構成要素であるかのように判示しているが、これは誤りである。この「期待」はプレミアムに含まれるものではなく、それとは別に公開買付価格に上乘せられた追加的な価値 (オプション価値) に相当すると考えるべきである。ただし、本稿におけるオプションとは期間が異なるので、全く別物であると考えられる。そもそもこのような取得日時点において、さらにその先の将来 (取得後) に対する期待など保護に値しないと思われる。
- (90) 全部取得日以降においては、既に保有株式は現金となっており、株主はリスクから解放されるから、将来株式を保有することで生み出される株価上昇に対しては、例えば別の銘柄に再投資するなど代替手段はいくらでもあるからである。さらに、株式取得価格決定の申立てをする旧株主で対価が仮払いされない場合は、取得日後から法定の利息が支払われるから、別の (手厚い) 保護がなされる。よって「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待」は、取得日以後には認めるに値しない。
- (91) 加藤・前掲注⑩10 頁。ただし、田中・総括・前掲注⑩235 頁注⑩は、この公開買付けにおける強圧性の問題については、二段階買収が公正な手続を経て行われたとは認められないから、裁判所が独自に決定する「公正な価格」(本稿でいうところの「シナジー分配価格」あるいは全部取得価格に相当。) において考慮すべき問題であって、公正分配価格の決定に際して、事後市場株価補正を行う理由にはならないという。
- (92) オプションは、プレーン・バニラとエキゾチックの二つに分けられるが、エクステンジ

オプションは後者の一種である。同オプションのプレミアムの具体的な算定手法については、ジョン・ハル・前掲注⑥0856-857 頁, 958-960 頁を参照。また、湯原心一「組織再編法制の分析」早稲田大学高等研究所紀要 8 号 (2016) 126 頁注③9は、組織再編のための株主総会決議が可決されるとスプレッドが縮小し、スプレッドオプションの価値が下落するという。

⑨3 田中・総括・前掲注①0222 頁は、「基準日における対象会社の株式の現実の市場株価とナカリセバ価格との乖離は、比較的小さく抑えられるだろう」と指摘する。もっとも、ナカリセバ価格は、市場指数の変動率から予測して算出されるので誤差がある(同 222 頁注③7)とするが、それを割り引いてもスプレッドオプションのプレミアムが小さいという推測はつくであろう。

⑨4 他方で、田中・総括・前掲注①0222 頁は、「反対株主にとっては、固定されたキャッシュアウト価格を最低保障金額として、市場全体の株価動向を反映して決まる『ナカリセバ価格』が当該金額を上回って上昇すればするほど、利益が得られることになる。」として、反対株主の投機を懸念する。

⑨5 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣, 2001) 272-273 頁は、特に対価柔軟化において現金対価の組織再編の場合におけるシナジー分配が少数株主保護の観点で特に重要であるという。

⑨6 オプションの行使価格である公開買付価格が低くなるとオプション価値は増加し、それを奇貨として、株式買取請求権や株式取得価格決定の申立てを「濫用」する反対株主が増加する可能性がある。そのような場合、ディスカウント TOB など著しく低い公正な公開買付価格による公開買付けを前置きした全部取得の承認決議が株主総会で否決される恐れが高いと予想される。

⑨7 法人税法上、金銭を対価とする株式交換は非適格株式交換とされ、株式交換完全子会社の資産の評価替えについて生じる時価評価益について課税されるため(法人税法 62 条の 9)、現金対価の全部取得(スクイーズ・アウト)においては、一般的には全部取得条項付種類株式が利用される。本稿では、金銭を対価とする株式交換の事案は取り扱っていない。

⑨8 中東正文「公開買付け後の株式交換における公正な価格」ジュリスト 1398 号 (2010) 127 頁参照。

⑨9 最三小決平成 21 年 5 月 29 日・前掲注(4) 35 頁〔レックス事件最高裁決定〕。

⑩0 田中・総括・前掲注①0217-218 頁は、二段階買収における MBO を例として、「MBO は、公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得を組み合わせ、対象会社の株式の全部を取得することを目的とする取引であり、その一連の取引から生じる企業価値の増加のうち、どの部分が全部取得から生じ、どの部分が公開買付けから生じるのかを決定することは不可能であるばかりか、そもそも無意味である。」と指摘する

⑩1 田中・総括・前掲注①0219 頁参照。

⑩2 田中・大杉・前掲注⑦2408-409 頁参照。

⑩3 原弘明「二段階株式交換の株式買取請求における『公正な価格』」商事法務 1981 号 (2012) 44 頁参照。また、二段階買収における「一連の取引」に関連する論点としては、著者不明

「上場株式の買取価格(1)——日興コーディアルグループ事件」山下友信＝神田秀樹編『商法判例集・第 6 版』(有斐閣, 2014) 331 頁は、「当初の公開買付けでは全株式取得の意図を明示せず、公開買付け後しばらく(2 年)経過し、株式の市場価格が公開買付価格を下回ったときに、その市場価格を基準として決めた価格で株式交換する場合(実際には、そういう場合が少なくない)は、どうか。また、そのような買収手法に対しては、株式買取請求制度以外に、何らかの法的規制を課すべきであろうか」と問題提起する。

(004) 中東・前掲注⑨127 頁参照。さらに、神田・前掲注⑦888 頁は、二段階買収において一段階と二段階の間が一定期間以上離れていると、「その間にさまざまなことが起きる可能性があるので、会社が両者をワンセットとして実施すると公表していなかった場合はもちろんのこと、かりに会社が両者をワンセットとして実施すると公表していたとしても、両者をワンセットとして認めることは妥当と言えない場合がありうるものと考えられる。」として、さらに「具体的な事例において、どのくらいの期間であればワンセットと扱ってよいか、どのような具体的な事情があればワンセットでないと考えられるか等については、さらに詰める必要がある…」という。

(005) 田中・補正・前掲注②112 頁、飯田・私法・前掲注②43 頁、加藤・前掲注②4 頁、白井・前掲注②116-119 頁等参照。

(006) 藤田・前掲注⑦54 頁は、例外的なケースに該当する場合はその限りではないし、①公開買付の終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、②公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたといった二点を例外として挙げる。

(007) 最小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(008) 神田・前掲注⑦886 頁は、後者の「フリーライド」のことを「逆強圧性」と呼び、それは第二段階の全部取得の価格が第一段階の公開買付価格よりも高く設定されると公開買付けに応募する株主がいなくなると指摘する。

(009) 田中亘「強圧性防止のための公開買付規制の改正を」ビジネス法務 2013.4 号 (2013) 20 頁は、「公開買付けを現金で行う一方、二段階目の取引の対価を買収者の発行する株式とした場合、対象会社の株主は、二段階目の取引の対価が公開買付価格と同価値であるかどうかを判断することができず、結果として、公開買付けに応じるように圧力を受ける恐れがある。二段階目の取引の対価として交付される株式が非上場株式であったり、あるいは上場株式であっても流動性が乏しいものである場合には、特にその恐れが強い」と指摘する。つまり、第二段階目の取引における対価株式についての、処分価格や処分可能性についての不確実性を与えることも少数株主にとって強圧性を受ける可能性がある」と解釈できる。また、飯田秀総「第 9 章 買収手法の強圧性にとりうる法の対処策」田中亘編『数字でわかる会社法』(有斐閣, 2013) 231 頁は、公開買付価格に不満があっても、「自分以外の他の株主がその公開買付けに応じてしまうことにより当該公開買付けが成立してしまい、自分は少数株主として取り残される不安」があるという点を強圧性の例として挙げる。

(010) 井上光太郎「TOB (公開買付け) と少数株主利益」商事法務 1874 号 (2009) 34 頁は、日本における TOB 事案において、TOB 後にターゲット企業の株価は平均して下落してお

り、条件に不満でも少数株主は TOB にテnderする強い誘因が存在することが示された」と報告する。

(11) 飯田秀総「公開買付規制の改革——欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか——」商事法務 1933 号 (2011) 15 頁は、このような問題が生じる原因として、株式所有構造が分散している場合には、株主同士が連携することが困難であるからと指摘する。

(12) 飯田・考慮・前掲注(4)292-294 頁は、公開買付けにおけるフリーライドの問題とは、買収者が発見した被買収会社の価値(買収者にとっての価値)にただ乗りするという意味であるとしている。

(13) 飯田・考慮・前掲注(4)295 頁参照。

(14) 飯田・公開・前掲注(11) 23 頁注(2)参照。株式対価の二段階買収における下級審判例ではあるがこの学説と同様の見解をとるものもある。例えば、大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・後掲注(24) 123 頁〔三洋電機事件地裁決定〕は、「二段階買収における株式公開買付けと組織再編(株式交換)は、完全子会社化等を目的とする一連の手続ではあるが、株式公開買付けと組織再編(株式交換)に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。株式公開買付けの強圧性の問題は、株式公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないというべきである」と判示する。

(15) 飯田・公開・前掲注(11) 16 頁参照。

(16) 飯田・考慮・前掲注(4)294 頁参照。

(17) 飯田・公開・前掲注(11) 23 頁注(2)参照。

(18) 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(19) 一般的に、株式交換に用いられる株式交換比率の決定方法には、①固定制交換比率方式(Fixed Exchange Ratio)と、②変動制交換比率方式(Floating Exchange Ratio)の二種類がある。①固定制交換比率方式は契約締結時において、確定した株式交換比率(固定比率)が決定され、日本における組織再編では標準的な交換比率決定方式となっている。交換比率が固定されることによって、対価となる株式の市場変動を受けることになる。その逆に、②変動制交換比率方式は、交付する対価が固定額となるように、交付する株式の数を交換比率(変動比率)により調整する。さらに②変動制交換比率方式に、変動幅限定(カラー: Collar)が付いた、③変動幅限定付変動制交換比率方式(Collared Floating Exchange Ratio)がある。これは①固定制交換比率方式と②変動制交換比率方式の中間的な方式であり、変動制交換比率方式が適用される変動幅の上限は「キャップ(Cap)」, また下限は「フロア(Floor)」と呼ばれており、キャップとフロアの間がカラーである。

(20) 松田了「大阪地裁商事事件における現況と課題」判例タイムズ 1381 号 (2012) 25 頁は、「公正な価格」の判断の基準日、基礎とされた市場価格、「ナカリセバ価格」や「シナジー分配(プレミアム割合)」の形成過程、さらに株式公開買付け(TOB)価格との関係についての判断に関連して、「一口に会社の組織再編といっても様々なパターンが考えられるし、反対株主の株式の取得時期や株式公開買付け(TOB)価格との関係など、理屈の面もさる

ことながら、どこまでが裁判所の裁量の範囲といえるのか、さらなる議論の展開が望まれる」と指摘する。また、福井章代「会社法施行後の東京地方裁判所における商事事件の審理の実情と課題」民事訴訟雑誌 58 号 (2012) 65-66 頁は、「最近の商事訴訟事件においては、ファイナンス理論の発展や企業の資金調達方法の多様化、企業間取引の複雑化・国際化等の影響を受けて、コーポレートファイナンス、M&A、金融取引等についての専門知識やビジネスの実情に対する認識等が必要になる事案が増加している。この種の事件においては、裁判所が専門知識等を効率的に獲得し、当事者双方と共通の土台に立った上で、迅速な判断をすることが求められている。」と指摘する。

- (120) 会社法では、子会社による親会社株式の取得は原則禁止されているが（会社法 135 条 1 項）、吸収合併等に際して消滅会社等の株主等に対して交付する当該親会社株式の発行総数を超えない範囲において当該親会社株式を取得することができる（同 800 条 2 項）。この会社法の規定を利用して、外国株式を対価とする三角組織再編における一類型として三角株式交換がある。
- (122) 太田洋ほか「自社株対価 TOB を利用した日本企業による海外企業との M&A」西村高等法務研究所編『自社株対価 TOB による国際企業買収クロスボーダー M&A の新たな手法について』（商事法務、2012）112 頁（波多野発言）によれば、日本ではおそらく交換比率固定方式が一般的であり、また米国においても変動方式よりも固定方式の方が多く用いられており、株式交換など対価が株式の場合における交換比率決定方式は固定制交換比率方式が我が国における M&A 実務での標準的な方式であるという。
- (123) 東京地決平成 21 年 3 月 31 日・後掲注⁽¹³⁴⁾ 26 頁〔日興 CG 事件地裁決定〕。
- (124) 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123 頁〔三洋電機株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
- (125) 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注⁽¹³⁰⁾ 139 頁〔パナソニック電工事件地裁決定〕。
- (126) 本稿では、日興 CG 事件において、「公正な価格」は固定額にすべきではなく、存続会社の市場株価から補正をした補正株価を採用すべきという結論である（詳細は IV 章 1 節の事例研究を参照のこと）。
- (127) 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金融・商事判例 1390 号 38 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金融・商事判例 1390 号 32 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件高裁決定〕。
- (128) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。
- (129) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕、最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注⁽⁴⁾ 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

IV 株式対価の二段階買収による完全子会社化の事例研究

本章では、二段階買収における第二段階目の取引として株式を対価とする組織再編に反対した株主からの株式買取請求・価格決定の三事件の事例を取り扱う。事案ごとに、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した価格を算定し裁判所の決定価格と比較検討する。その中でも、三洋電機事件⁽¹³⁰⁾、パナソニック電工事件⁽¹³¹⁾およびダイワボウ情報システム事件⁽¹³²⁾の三事件では、市場株価が参照されその平均値をもって「公正な価格」とされた。それら算定価格は結果としてそれぞれの組織再編行為に先立つ公開買付けの価格を下回っている⁽¹³³⁾（図表 4-1）。一方で、日興 CG 事件⁽¹³⁴⁾だけは、市場株価は参照されず公開買付価格と同額の株式交換における基準価額（対価固定額）をもって「公正な価格」とされた。これは、現金対価の二段階買収による完全子会社化の事案のように、公開買付価格と同額があるいはそれを上回る裁判所の価格決定がなされたことと類似する（後掲図表 5-1）。

少数株主が受け取る対価額が公開買付価格より低く設定されるような「強圧的な二段階買収」に対して、これを防止するためには、第二段階目の取引に対する反対株主の買取請求における「公正な価格」は、特段の事情がない限り公開買付価格を下回ることはないと解する見解があるが⁽¹³⁵⁾、これと整合的なのは日興 CG 事件だけであり、むしろ例外的である。しかし、日興 CG の三角株式交

図表 4-1 株式対価の二段階買収事案における公開買付価格と裁判所決定価格等

二段階買収の事案 \		公開買付 価格（第 一段階）	株式交換の「基 準価格」または 「取得価格」 （第二段階）	裁判所 決定価格	市場株価終値 （買取請求日 または取引最 終日）
株 式 対 価	日興CG①事件	1,700円	1,700円	1,700円	1,364円
	日興CG②事件				1,364円
	パナソニック電工①事件	1,110円	なし（株式交換 比率に応じて 市場価格で変 動するため）	967円	869円
	パナソニック電工②事件			1,004円	892円
	三洋電機事件	138円		117円	116円
	ダイワボウ情報システム 事件	2,400円		1,967円	1,773円

換の行われた当時は株式市場全体が下落傾向にあった時期と重なったことから、同時期以降の他の三事案では公開買付価格を下回る価格決定が相次いでなされている(図表 4-1)。例えば、三洋電機事件とパナソニック電工事件では、反対株主が株式買取請求した日を算定基準日として、同日の市場価格(終値または VWAP)を参照して算定した「公正な価格」を決定価格としており、必ずしも公開買付価格と同額が保障されたわけではない⁽¹³⁶⁾。しかし、市場株価を参照しない日興 CG 事件地裁決定は、平成 17 年改正会社法の制定後に判例集に登載された初の価格決定事件であるが、その後に決定が出された他事案の決定内容と整合的でない点で問題がある。

本章では、三事案の全ての検証作業において、「シナジー分配価格」については「シナジー価格補正」(ただし「簡便法」による。)⁽¹³⁷⁾による価格算定を行い、「ナカリセバ価格」の算定では市場指数(TOPIX 等)を単純に当てはめるだけの簡便な方法(モデル)を統一的に採用した⁽¹³⁸⁾。これにより、両価格とも事案に依らず同一の算定方法を採用して比較検証するための整合性が担保される。本章の二段階買取にかかる事案でも、「ナカリセバ価格」の補正株価算定はもちろんのこと、「シナジー補正価格」においても「簡便法」を使用すれば、基本的には一段階買取(公開買付けを前置きしない)の場合とも整合的に算定できる⁽¹³⁹⁾。つまり、「簡便法」では組織再編比率から得られる対価株数を他方当事会社(存続会社)株式の市場株価に単純にかけるだけで算定が可能となる。ただし、二段階買取において重要な点を再度整理すると、

- ① 公開買付けの公表日前(事前)の「シナジー分配価格」(公開買付価格)が公正であること、
- ② 公開買付けの公表日後(事後)に決定される組織再編比率が公正であること、
- ③ ①の公開買付価格と②の組織再編比率が市場株価(または市場株価比率)に織り込まれていること、

の三点である。すなわち、二段階買取の場合は、①と②の二段階で公正性が裁判所により判断されるから⁽¹⁴⁰⁾、それを前提にして「シナジー補正価格」(「簡便法」)が算定される⁽¹⁴¹⁾。

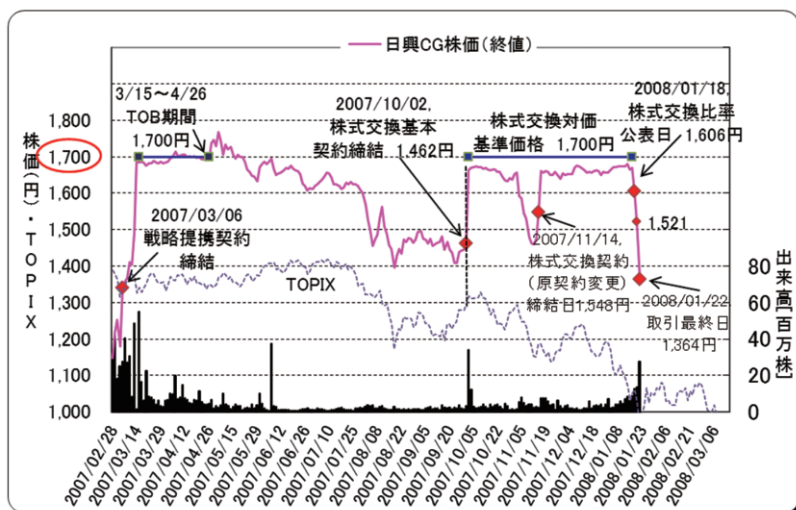
1 日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件

本節では、日興コーディアルグループ（以下「日興 CG」という。）の親会社による完全子会社化のための二段階買収において、二段階目にいわゆる三角株式交換が行われた事案にかかる日興 CG 事件⁽¹⁴²⁾（以下、本節では「本件」という。）を検討する。なお、本件では、株式買取請求をした株主が異なる「日興 CG 事件①」と「日興 CG 事件②」の二つの裁判例にかかる決定がある。また、本件は米国におけるサブプライム問題による米国株式市場の低迷とその影響を日本の株式市場も受け市場全体（TOPIX 等）が大きく下落した時期と重なっている（図表 4-2）。日興 CG は、2007 年 3 月 6 日にシティグループとの間で業務・資本提携を含む包括的戦略提携契約を締結した。シティグループは、この包括的戦略提携契約に基づき、日興 CG の株式全ての取得を目指して公開買付けを行うこととし、2007 年 3 月 15 日から同年 4 月 26 日までの間、日興 CG の普通株式 1 株当たり 1,700 円の買付価格により公開買付けを実施した。その後もシティグループは、日興 CG 株式を買い増し、2007 年 10 月 2 日時点において発行済株式総数の約 67.2%（議決権割合約 68%）を保有するに至った。

日興 CG は 2007 年 10 月 2 日、米国シティグループの日本法人である完全子会社のシティグループ・ジャパン・ホールディングス株式会社（以下「CJH」という。）およびシティグループとの間で、シティグループの普通株式を対価として、日興 CG を CJH の株式交換完全子会社とする株式交換についての基本契約を締結した。日興 CG は 2007 年 10 月 31 日に基本契約に基づき CJH との間で株式交換に係る株式交換契約（原契約）を締結し、その後 2007 年 11 月 14 日に原契約を変更する株式交換契約を締結し、2007 年 12 月 19 日開催の臨時株主総会において株式交換契約の承認決議がなされた。

2008 年 1 月 18 日には、日興 CG 株式の 1 株に対してシティグループ株式を 0.602 株割り当てとする株式交換比率（1：0.602）が発表され、日興 CG 株式は、東証、大証および名証において上場廃止（取引最終日は 2008 年 1 月 22 日）となり、株式交換契約は 2008 年 1 月 29 日に効力が生じた。臨時株主総会において株式交換の決議に反対した複数の株主は、2008 年 1 月 22 日（以下「買取請求日①」という。）と 2008 年 1 月 28 日（以下「買取請求日②」という。）において、日興 CG に対し株式買取請求をしたが、価格について協議が調わず、日興 CG 側は 2008 年 3 月 27 日に裁判所に対して株式買取価格決定の申立てをした。日興

図表 4-2 日興 CG の市場株価および TOPIX の推移と基準価格等



注：戦略提携契約が公表された2007年3月6日における日興CGの終値1,340円となるようにTOPIXを相対化し、その相対株価の推移を提示した。日興CGの市場株価は、公開買付けの公表以後、市場取引最終日までの間、TOPIXを上回る推移となった。

CG側の主張は、株式交換条件が決定された2007年10月2日において日興CG株式の「公正な価格」であった1,700円から同株式の客観的価値の減少分である約25.42%を減じた1,268円が「公正な価格」の最大値であるというものであり⁽¹⁴³⁾、他方の株主側は2,840.29円を主張するものや、公開買付け価格の1,700円を下回ることはないと主張するものなどがある⁽¹⁴⁴⁾。

(1) 東京地決平成21年3月31日の概要と検討

東京地決平成21年3月31日は、「株式買取請求に係る『公正な価格』も上記相乗効果（シナジー）を適正に反映したものである必要があるというべきである」とし、「株式交換の前に、その前提として、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合において、当該公開買付けにおける株式の公開買付け価格と、当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、

その効力発生時において当該株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認するのが相当である。」とし、さらに、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の『公正な価格』は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である。」と判示した。すなわち、裁判所は日興 CG の市場株価を一切参照せずに、公開買付けと株式交換が一連の取引であると認定したうえで、公開買付価格と（変動制）株式交換比率算定のための固定額である「基準価格」が 1,700 円で同一であることから、「公正な価格」も 1,700 円とした⁽¹⁴⁵⁾。

上記決定内容からは、たとえ株式市場全体（TOPIX 等の株式市場指数）の株価下落に連動して当該企業の市場株価が下落しようとも、株式買取請求・価格決定における「公正な価格」は公開買付価格を下回ることがないが、同決定の射程は二段階買収において、株主が事実上第一段階目の公開買付けや当該株式交換に応じざるを得ないような強圧性が問題となる場合にしか及ばないという批判がある⁽¹⁴⁶⁾。また、市場取引最終日までの数日間において株式市場全体（TOPIX）が下落傾向を示していた本件においては、株価下落リスクを株式買取請求株主に負担させるべきであったと指摘する見解もある⁽¹⁴⁷⁾。

(2) 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討

本件では、公開買付価格や市場株価をそのまま参照すべきではなく、「ナカリセバ価格」にし、「シナジー分配価格」にし補正株価を算定し、何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用すべきである。まず日興 CG の「シナジー価格補正」は、株式交換比率が公表された後から、シティグループ株（東証、円建て）の市場株価に株式交換比率からの 0.602 を乗じた「簡便法」による算定式は、

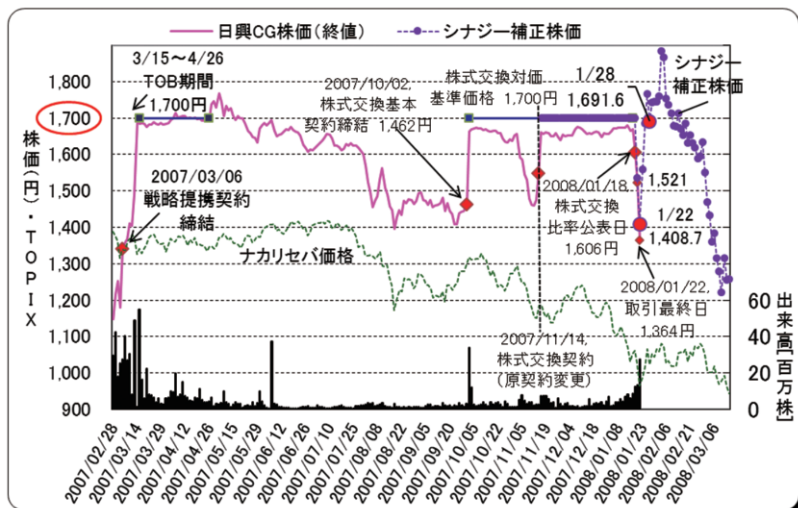
$$\text{「シナジー補正価格」} = \text{シティグループ株価} \times 0.602 \text{ 株}$$

となる。また、「ナカリセバ価格」はマーケット・モデルを使用せず、シティグ

ループとの戦略提携契約の公表日 (2007 年 3 月 6 日) における日興 CG の市場株価 (終値の 1,340 円) を起点として、TOPIX を相対化したもので代用し、二つの補正株価の何れか大きい方を「公正な価格」とした。

日興 CG 事件①では、株式買取請求日が 2008 年 1 月 22 日 (買取請求日①) の市場株価は 1,364 円 (終値) である。「シナジー補正価格」は 1,408.7 円 ($=2,340 \text{ 円} \times 0.602$) となるから、裁判所の決定価格である 1,700 円よりも 300 円程度低い価格であるが、これは取引最終日にかけて市場全体の株価動向を示す TOPIX が急落したことによるものである。他方の日興 CG 事件②では、株式買取請求日は 2008 年 1 月 28 日 (買取請求日②) で日興 CG の株式が上場廃止後であるが「シナジー価格補正」をすることが可能である。これによれば、補正株価は 1,691.6 円 ($=2,810 \text{ 円} \times 0.602$) となり、決定①の場合の 1,408.7 円と比較して約 280 円も高い価格となっている。このような差が生じるのは、買取請求

図表 4-3 日興 CG の市場株価 (終値) および補正株価の推移



注：市場株価 (終値)、「ナカリセバ価格」と「シナジー補正株価」(「簡便法」)の推移を示す。「ナカリセバ価格」は、戦略提携契約が公表された 2007 年 3 月 6 日における日興 CG の終値 1,340 円を起点とし、TOPIX を相対化しただけの相対株価の推移を提示した。2008 年 1 月 17 日以前の変動制交換比率方式が適用されていた期間内では、日興 CG 株価は基準価額の 1,700 円にさや寄せされるような推移であった。株式交換比率が確定し、それが公表された 2008 年 1 月 18 日からの 3 営業日の日興 CG 市場株価は大幅に下落した。

日①と買取請求日②の期間において対価株式であるシティグループ株（東証上場）が2,340円から2,810円に暴騰したためである（図表4-4）。

何れにしても、二つの株式買取請求日において、

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

という大小関係となっており、何れか大きい方を「公正な価格」とすると「シ

図表 4-4 日興 CG とシティグループの市場株価と補正株価（終値ベース）

日付 \	①日興 CG 株価 [円]	②シティグループ株価 (東証) [円]	③日興 CG 「シナジー補正価格」 [円] (②×0.602)	④「ナカリセバ価格」 [円]	⑤「公正な価格」(③か④の大きい方) [円]
2007年3月6日 (算定起点日)	1,340	-	-	1,340	-
2008年1月15日	1,680	3,190	-	1,069.0	-
2008年1月16日	1,665	2,850	-	1,031.1	-
2008年1月17日	1,670	2,870	-	1,053.3	-
2008年1月18日 (交換比率公表日)	1,606	2,750	-	1,062.1	-
2008年1月21日	1,521	2,550	1,535.1	1,024.3	1,535.1
2008年1月22日 (取引最終日、 買取請求日①)	1,364	2,340	1,408.7	965.8	1,408.7
2008年1月23日	上場廃止	2,590	1,559.2	989.6	1,559.2
2008年1月24日		2,800	1,685.6	1,016.9	1,685.6
2008年1月25日		2,935	1,766.9	1,064.7	1,766.9
2008年1月28日 (買取請求日②)		2,810	1,691.6	1,023.7	1,691.6

注：検証で算定した価格 [円] は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。④「ナカリセバ価格」については、単純に TOPIX の相対株価を代用した。固定された株式交換比率 (1:0.602) が公表された 2008 年 1 月 18 日以前は、③「シナジー補正価格」(「簡便法」) は算出できないが、公表後は②シティグループ株に 0.602 を乗じたものが日興 CG の「シナジー補正価格」となる。これは日興 CG 株式が上場廃止になった後も計算可能である。よって「買取請求日②」の場合は、上場廃止後の 2008 年 1 月 28 日に株式買取請求がなされており、同日の「シナジー補正価格」は、2,810 円×0.602=1,691.6 円と計算できる。

ナジー補正価格」が選択される。よって、本稿における「公正な価格」の検証結果は、それぞれ買取請求日①では 1,408.7 円、買取請求日②では 1,691.6 円となり、裁判所の決定価格である 1,700 円をいずれも下回ることになる。ここで問題となるのは、反対株主が株式買取請求したのが買取請求日①であっても買取請求日②であっても、裁判所の決定価格が一律に 1,700 円というのは、結局最悪のタイミング（買取請求日①）で請求した反対株主への「補填額」(=1,700-1,408.7 円≒291 円)が、買取請求日②の株主のそれ(=1,700-1,691.6 円≒8 円)よりも大きいことである。これは反対株主間の平等に反することから、このような決定には問題がある。

(3) 補足と検討

日興 CG の株式交換では、対価として交付されるシティグループ株式の株式価値が一定になるように、株式交換比率を変動させる「変動制交換比率(フローティング交換比率)」⁽¹⁴⁸⁾が採用され、以下の算式で交換株式数(対価株式数)を算定した。

$$\text{交換株式数} = \frac{1,700 \text{ 円 (＝基準価格)}}{\text{シティグループの平均株価 (米ドル建)} \times \text{ドル円為替レート}}$$

この交換株式数の式から、ドル円為替レートが円高になるほど、あるいはシティグループ株価が下落するほど交換株式数が増大することがわかる。交換株式数は、分母にある二つの変数と逆比例の関係になっており、これら変数は市場において常に変動するが、それに交換株式数が連動することにより、対価株式価値が 1,700 円で一定となるように調整される。そのため当該期間において日興 CG 株価は大よそ 1,700 円近くにさや寄せされているような値動きとなっている(図表 4-3)。つまり、株式交換比率が確定する基準日までの期間において、対価株式の株価変動や為替変動といった市場変動リスクを日興 CG の株主はほとんど負担しないで済むことになる⁽¹⁴⁹⁾。

本件の場合、対価株式が為替リスクのある外国株式であるという特殊事情もあることから、少数株主保護の観点から固定額で保護されることにも一定の合理性がありそうである⁽¹⁵⁰⁾。しかし、一連の二段階買収における取引が公正であ

り、公開買付価格や固定された株式交換比率も公正であると推定できれば、特段の事情がない限り、その情報は市場株価に織り込まれているから、市場株価または補正株価を参照して価格決定すべきである⁽¹⁵¹⁾。後に紹介するパナソニック電工事件や三洋電機事件等の他の事件では市場株価を参照して価格決定がなされており、それらの事件とも整合的な価格算定が採用されるべきである。

2 パナソニック電工株式買取価格決定申立事件

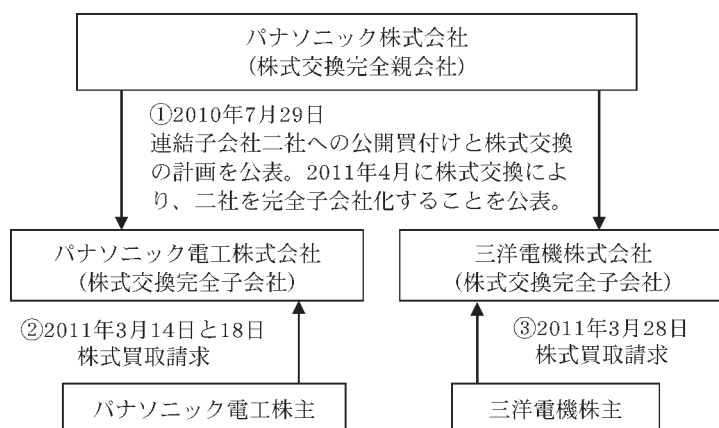
本節では、親会社による完全子会社化のために二段階買収が利用され、二段階目に株式交換が行われた事案にかかるパナソニック電工事件⁽¹⁵²⁾（以下、本節では「本件」という。）を検討する。

(1) 事案の概要

パナソニック株式会社（以下「パナソニック」という。）は、2004年4月にパナソニック電工株式会社（以下「パナソニック電工」という。）を、2009年10月には三洋電機株式会社（以下「三洋電機」という。）を、公開買付けにより両社の発行済総数の半数を超える株式を取得して、連結子会社とした。パナソニックは、意思決定の迅速化とグループ・シナジーの最大化などを企図して、2010年7月29日にパナソニックによるパナソニック電工および三洋電機の株式の公開買付け（買付期間は2010年8月23日から2010年10月6日）とその後に株式交換を行うスキームにより、2011年4月を目処に両社を完全子会社とすることを取締役会で決議し、同日の取引時間終了後にその旨を公表した。なお、完全子会社化については、同日の日本経済新聞の朝刊により既に報道されており、その情報を受けて両子会社の市場株価は大きく上昇した。

このパナソニックによる完全子会社化のための二段階買収においては、第一段階目の公開買付けにおける買付価格は1,110円であり、これは公開買付けの公表日前日（2010年7月28日）の市場株価終値974円に対して約14%、公開買付け公表前1か月間（2010年6月29日～同年7月28日）の市場株価終値の平均値⁽¹⁵³⁾である909円に対して22.1%のプレミアムを加えた金額である。パナソニックは、従前から保有していたパナソニック電工の株式（発行済株式総数に占める割合51%）と併せて、第一段階の公開買付けによって82.69%を取得した。

図表 4-5 パナソニックの組織再編に関連した二つの株式買取価格決定事件



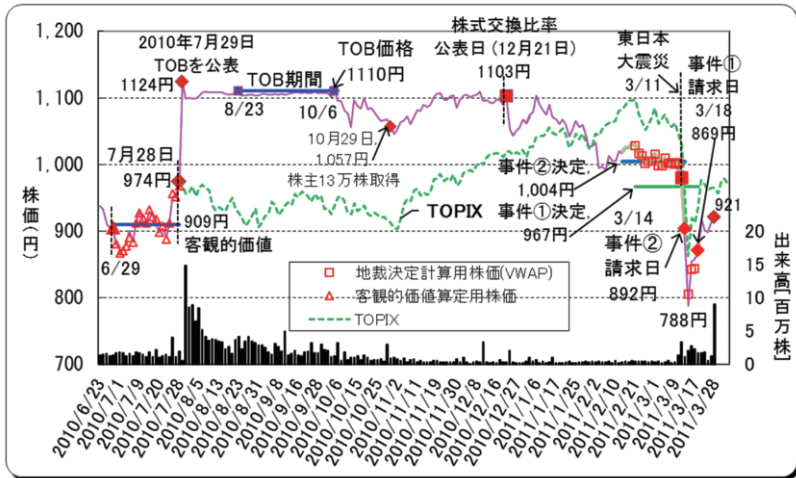
その後両社は、2010年12月21日に、それぞれの取締役会において、パナソニックを株式交換完全親会社、パナソニック電工を株式交換完全子会社とする株式交換を行うことを決議し、効力発生予定日を2011年4月1日に株式交換比率をパナソニック電工の株式1株に対してパナソニック株式0.925株を割り当てることなどを内容とする株式交換契約を締結し、同日公表した。このパナソニックによる完全子会社化のための株式交換に反対したパナソニック電工の複数の株主は、会社法785条1項に基づき保有する普通株式を同株の発行会社に対して公正な価格で買い取るよう請求した。パナソニック電工の株主は2011年3月14日と同18日にパナソニック電工に対して株式買取請求を行った。しかし、反対株主との買取価格についての協議が調わなかったことから、パナソニック電工（会社側）は大阪地方裁判所に価格決定の申立てをした。

本件には、株式買取請求をした株主が異なる「パナソニック電工事件①」と「パナソニック電工事件②」の二つの決定がある。また、本事案は、東日本大震災（2011年3月11日）およびその後の福島第一原子力発電所事故の影響で株式市場が混乱した時期に株主から株式買取請求がなされたのが特徴的である。

(2) 大阪地決平成24年2月10日の概要

大阪地決平成24年2月10日（パナソニック電工事件①の決定）は、算定基準

図表 4-6 パナソニック電工の市場株価(VWAP)、TOPIX の推移と決定価格等



注：実線は、パナソニック電工の市場株価(終値)の推移を示す。TOPIX は 2010 年 7 月 28 日のパナソニック電工の終値 974 円を起点として相対価格を算定した。図中の四角印(□)は、事件①と事件②の決定価格、それぞれ 967 円と 1,004 円を算出するために使用されたパナソニック電工の市場株価 (VWAP) を示している。

日が株式買取請求日である 2011 年 3 月 18 日(以下「買取請求日①」という。)におけるシナジー分配価格として、「公正な価格」は株式買取請求日前 1 か月間(2011 年 2 月 21 日から同年 3 月 18 日)における「出来高加重平均の平均値」(VWAP の単純平均値)を参照し、1 株当たり 967 円と定めるのが相当であるとした。他方のパナソニック電工事件②の決定は、株式買取請求日が東日本大震災の 1 営業日後の 2011 年 3 月 14 日(以下「買取請求日②」という。)であり、裁判所の決定価格は、請求日以前の 1 か月間(2011 年 2 月 15 日～同年 3 月 14 日)の VWAP の単純平均である 1 株当たり 1,004 円とした⁽¹⁵⁴⁾。この両方の決定価格とも、二段階買収における第一段階目の公開買付価格の 1,110 円を下回っている。

本件において株主側は「本件株式の『公正な価格』について、本件買付価格(1,110 円)より低い金額にすると、公開買付けの強圧性の問題が生じることから、本件買付価格を最低限維持すべきである」と主張した。これに対して、裁判所は「本件公開買付けと本件株式交換とが、本件完全子会社化を目的として

実施されたことから、事実上関連するとしても、本件公開買付けと本件株式交換に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。公開買付けの強圧性の問題は、公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たってしんしゃくしなければならない事柄ではない」とした。さらに「公開買付け後に株式交換が実施された場合の『公正な価格』が、公開買付けの買付価格を下回ったり上回ったりすることがあるとしても、それは、株式買取請求制度が当然に予定するところというべきであり、組織再編行為により会社の基礎に変更が生じる場合において、その変更に対抗する株主に投下資本を回収して経済的救済を与えるという株式買取請求制度の趣旨に反するものではない」として株主側の主張を斥けた⁽¹⁵⁵⁾。このように、裁判所は、二段階買収による株式交換について、シナジー分配価格が公開買付価格と異なる場合には、それが公開買付価格を上回っても下回っても、いずれにせよ当該シナジー分配価格をもって公正な価格とすべきであり、公正な価格が公開買付価格を上下すること自体格別不合理なことではないと判示しており、先行事例である日興 CG 事件決定（東京地決平成 21 年 3 月 31 日）⁽¹⁵⁶⁾とは異なる決定内容となっている。

(3) 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討

本件では、市場株価をそのまま参照すべきではなく、「ナカリセバ価格」にしろ、「シナジー分配価格」にしろ補正株価を算定し、何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用すべきである。そこでまず「シナジー分配価格」について検討すると、パナソニック電工の「シナジー補正価格」は、パナソニックの市場株価に株式交換比率からの対価株式数 0.925 を乗じて、

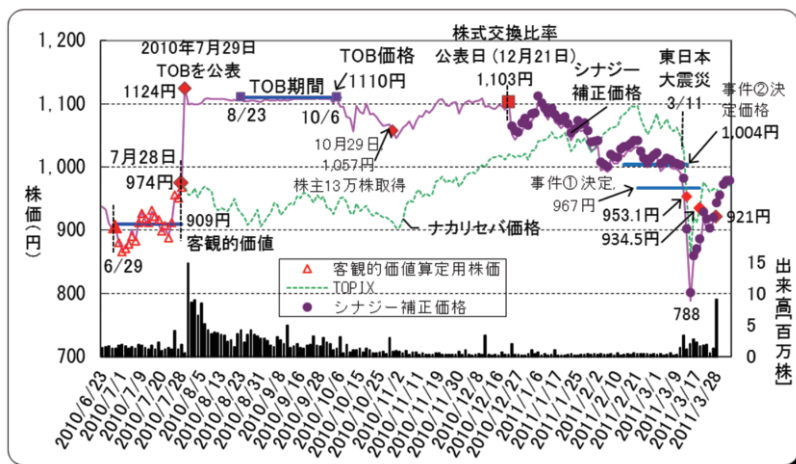
$$\text{「シナジー補正価格」} = \text{パナソニック株価} \times 0.925 \text{ 株}$$

と表すことができる。他方の「ナカリセバ価格」は、パナソニックによる公開買付けが公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の市場株価の終値（974 円）を起点として、TOPIX を相対化したもので代用した。これら補正株価と市場株価の推移をみると、公開買付けが公表された 2010 年 7 月 29 日から 2011 年 2 月

頃までは、パナソニック電工の市場株価は「ナカリセバ価格」を大きく上回った価格推移であったが、市場取引最終日(2011年3月28日)に近くなるに従い、大小関係が逆転している(図表4-7)。株式交換比率の公表日(2010年12月21日)後から、パナソニック電工の市場株価と「シナジー補正価格」は、ほぼ連動して推移し、特に取引最終日にかけて互いにさや寄せされるかのような価格推移となっている(図表4-7)。

2011年3月18日(買取請求日①)における「シナジー補正価格」は、886.2円(=958円×0.925)となる。同日の「ナカリセバ価格」が934.5円であるから、何れか大きい方を「公正な価格」とすると934.5円の「ナカリセバ価格」が採用される。同様に、2011年3月14日(買取請求日②)をみると、「シナジー補正価格」は902.8円(=976円×0.925)となり、同日の「ナカリセバ価格」が953.1円であるから、同様に何れか大きい方を選択すると「公正な価格」

図表4-7 パナソニック電工の市場株価、二つの補正株価の推移と決定価格等



注：実線は、パナソニック電工の市場株価（VWAP）の推移を示す。「ナカリセバ価格」はマーケット・モデルを使用せず、パナソニックによる公開買付けが公表された前営業日（2010年7月28日）の終値（974円）を起点として、TOPIXを相対化して計算した。公表日以後、パナソニック電工の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回るような推移であったが、途中で「ナカリセバ価格」が市場株価を上回っている。市場株価と「シナジー補正価格」は、ほぼ連動する動きとなり上場廃止日に近づくに従いほとんど差がないように見える。

図表 4-8 パナソニック電工の市場株価および二つの補正株価の値

日付 \	市場株価 [円] (終値)		③シナジー 補正価格 (②×0.925) [円]	④ナカリ セバ価格 [円]	⑤「公正な価 格」(③か④の 大きい方) [円]
	①パナソ ニック電工	②パナソ ニック			
2010年 7 月 28 日 (算定基準日)	974	1,167	—	974	—
～					
2011年 3 月 11 日 (東日本大震災)	963	1,062	982.4	1,030.3	1,030.3
2011年 3 月 14 日 (買取請求日②)	892	976	902.8	953.1	953.1
2011年 3 月 15 日	788	866	801.1	862.8	862.8
2011年 3 月 16 日	854	930	860.3	920.1	920.1
2011年 3 月 17 日	858	941	870.4	912.4	912.4
2011年 3 月 18 日 (買取請求日①)	869	958	886.2	934.5	934.5
2011年 3 月 22 日	918	1,005	929.6	976.9	976.9
2011年 3 月 23 日	902	992	917.6	969.0	969.0
2011年 3 月 24 日	898	977	903.7	961.0	961.0
2011年 3 月 25 日	914	995	920.4	964.9	964.9
2011年 3 月 28 日 (取引最終日)	921	1,020	943.5	965.4	965.4
2011年 3 月 29 日	上場廃止	1,033	955.5	956.8	956.8
2011年 3 月 30 日		1,051	972.2	974.7	974.7
2011年 3 月 31 日		1,058	978.7	978.4	978.7
2011年 4 月 1 日 (効力発生日)		1,058	978.7	970.7	978.7

注：検証で算定した価格 [円] は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。「③シナジー補正株価」は、②パナソニックの市場株価×0.925（株式交換比率から）の「簡便法」で計算した。④「ナカリセバ価格」については、単純に TOPIX の相対株価を代用した。

は「ナカリセバ価格」の 953.1 円となる。すなわち、本件においては、二つの株式買取請求日において、両方とも「ナカリセバ価格」が「シナジー補正価格」よりも大きく「ナカリセバ価格」が選択されるという結果となる。以上から、買取請求日①の事件では 934.5 円（決定価格 967 円）、買取請求日②の事件では

953.1 円 (決定価格 1,004 円) となり、裁判所の決定価格よりも若干低い価格となっており、「シナジー分配価格」による裁判所の価格決定と整合的とは言えない結果となった。

3 三洋電機株式買取価格決定申立事件

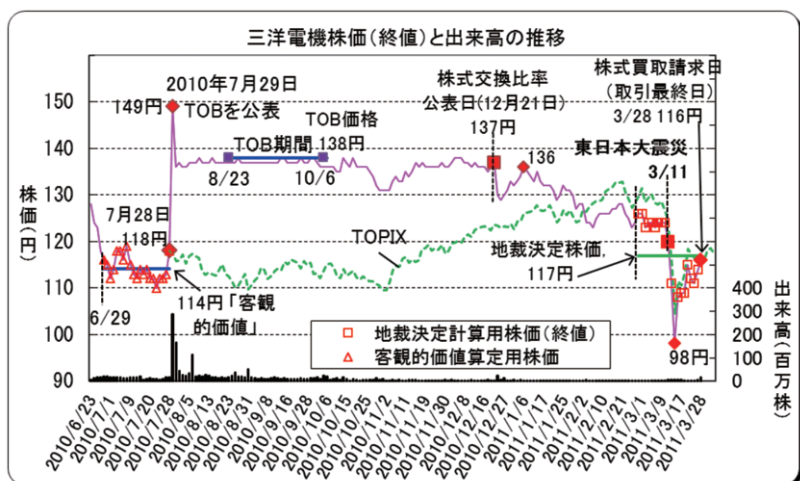
本節では、親会社による完全子会社化のための二段階買収における二段階目の取引で株式交換が行われた事案にかかる三洋電機事件⁽¹⁵⁷⁾(以下、本節では「本件」という。)を検討する。株式交換完全親会社のパナソニックであることは前節のパナソニック電工事件と共通であり、公開買付けの公表日や株式交換の効力発生日など同じ日程で行われた(図表 4-5)。また本件では、パナソニック電工事件と同様に、東日本大震災(2011 年 3 月 11 日)およびその後の福島第一原子力発電所事故の影響で株式市場が混乱した時期に反対株主からの株式買取請求があった。

(1) 事案の概要

パナソニックと三洋電機株式会社(以下「三洋電機」という。)は、2010 年 7 月 29 日、それぞれの取締役会において、三洋電機株式の公開買付けとその後の株式交換を併用した二段階買収の方法によりパナソニックが三洋電機を完全子会社とすることを決議し、その旨を公表した⁽¹⁵⁸⁾。公開買付期間は 2009 年 8 月 23 日から同年 10 月 6 日であり、公開買付価格は 1 株につき 138 円であった⁽¹⁵⁹⁾。その結果、パナソニックは議決権割合で三洋電機の 80.98%の株式を保有することになった。その後、2010 年 12 月 21 日に、パナソニックと三洋電機は、それぞれの取締役会において株式交換を行うことを決議した上で、三洋電機株式 1 株に対してパナソニック株式 0.115 株を割り当てることを内容とする株式交換契約(効力発生日は 2011 年 4 月 1 日)を締結しその旨を公表した。三洋電機は、2011 年 3 月 4 日に臨時株主総会を開催し、約 97.5%の賛成により株式交換契約が承認可決された。この株主総会決議に反対した株主が、2011 年 3 月 28 日に三洋電機に対し株式買取請求を行ったが、反対株主と会社の両者間で買取価格の協議が調わず、両者それぞれが大阪地方裁判所に対して株式買取価格決定の申立てをした。

申立人の三洋電機(会社側)は、買取価格について、「公正な価格」は買取請

図表 4-9 三洋電機の市場株価および TOPIX の推移と決定価格等



注：実線は、三洋電機の市場株価(終値)の推移を示す。TOPIX は 2010 年 7 月 28 日の三洋電機の終値 118 円を起点として相対価格を算定した。図中の四角印(□)は、決定価格 117 円を算出するために使用された三洋電機の市場株価(終値)を示した。株式交換比率の公表後あたりからは、TOPIX が上昇したにもかかわらず市場株価が下落したのは、パナソニックの市場株価が下落したのに連動したためである。

求日における市場株価の終値であるとして 116 円を主張した。その論拠は、市場株価には株式交換によるシナジーを織り込んだ株式の客観的価値が示されていることにある。他方、株主側は第一次的には 233 円(公開買付け時の第三者算定機関の DCF 法による評価額の上限值)、第二次的には 161 円(相手方の依頼による会計事務所の評価額)、第三次的には 138 円(公開買付価格)を買取価格とすべきとし、公開買付価格と同額かそれを上回る価格を主張した。

(2) 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日の概要

大阪地決平成 24 年 4 月 27 日は、本件株式の「公正な価格」は、算定基準日(株式買取請求日である 2011 年 3 月 28 日)におけるシナジー分配価格を算定し、これをもって定めるべきとし、対象株式の「公正な価格」は、買取請求日前 1 か月間(2011 年 2 月 28 日から同年 3 月 28 日)の市場株価終値の平均値を参照し、1 株当たり 117 円と定めるのが相当であるとした。この価格は、先に触れたパナ

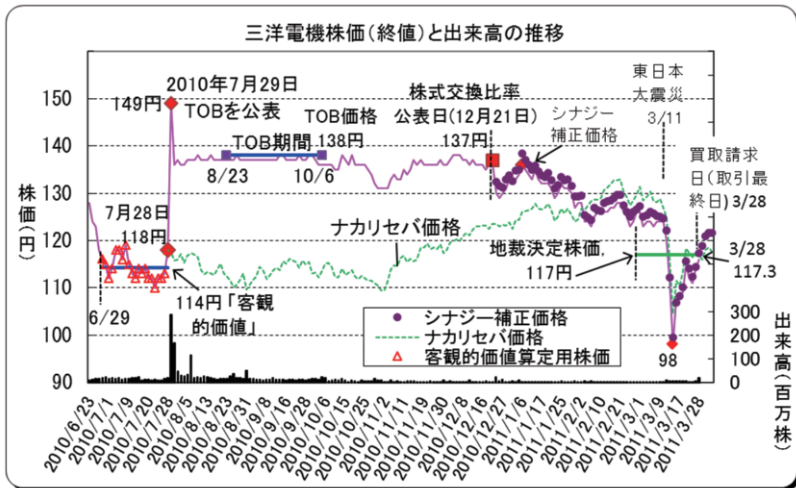
ソニック電工事件と同様に、二段階買収における第一段階目の公開買付価格（138 円）を下回っている。

公開買付価格と同額の 138 円にすべきという株主側の第三次的主張に対して、裁判所は「二段階買収における株式公開買付けと組織再編（株式交換）は、完全子会社化等を目的とする一連の手続ではあるが、株式公開買付けと組織再編（株式交換）に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。株式公開買付けの強圧性の問題は、株式公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないというべきである」として斥けた。この公開買付制度と株式買取請求権制度の両法制度に関連性が存在しないとするのは、先のパナソニック電工事件決定と同様であるが、学説には批判的な見解もある⁽¹⁶⁰⁾。

(3) 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討

本件では、市場株価をそのまま参照すべきではなく、「ナカリセバ価格」にし

図表 4-10 三洋電機の市場株価、二つの補正株価と決定価格等



注：実線は三洋電機の市場株価（終値）の推移を示す。「ナカリセバ価格」はパナソニックによる公開買付けが公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の終値（118 円）を起点として TOPIX を相対化したもので代用した。公表日以後、三洋電機の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回るような推移となっていたが、途中「ナカリセバ価格」が市場株価を上回る局面もあるが、取引最終日にかけて両者は、あたかもさや寄せされるかのように近い値となっている。

図表 4-11 三洋電機の市場株価および二つの補正株価の値

日付 \	市場株価 [円] (終値)		③シナジー 補正価格 (②×0.115) [円]	④ナカリ セバ価格 [円]	⑤「公正な価 格」(③か④の 大きい方) [円]
	①三洋電機	②パナソ ニック			
2010年 7月28日 (算定基準日)	118	1,167	—	118	—
～					
2011年 3月11日 (東日本大震災)	120	1,062	122.1	124.8	124.8
2011年 3月14日	111	976	112.2	115.5	115.5
2011年 3月15日	98	866	99.6	104.5	104.5
2011年 3月16日	108	930	107.0	111.5	111.5
2011年 3月17日	109	941	108.2	110.5	110.5
2011年 3月18日	109	958	110.2	113.2	113.2
2011年 3月22日	115	1,005	115.6	118.4	118.4
2011年 3月23日	112	992	114.1	117.4	117.4
2011年 3月24日	111	977	112.4	116.4	116.4
2011年 3月25日	114	995	114.4	116.9	116.9
2011年 3月28日 (取引最終日, 株 式買取請求日)	116	1,020	117.3	117.0	117.3
2011年 3月29日	上場廃止	1,033	118.8	115.9	118.8
2011年 3月30日		1,051	120.9	118.1	120.9
2011年 3月31日		1,058	121.7	118.5	121.7
2011年 4月 1日 (効力発生日)		1,058	121.7	117.6	121.7

注：検証で算定した価格 [円] は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。「③シナジー補正株価」は、②パナソニックの市場株価×0.115（株式交換比率）の「簡便法」で計算した。「④ナカリセバ」は、TOPIX を単純に相対化したものである。2011 年 3 月 28 日の株式買取請求日を見ると、「③シナジー補正価格」（117.0 円）と「④ナカリセバ価格」（117.3 円）となり、わずか 0.3 円の差であるが、「③シナジー補正価格」が選択され⑤「公正な価格」は 117.3 円となる。株式買取請求日以前では、逆に「④ナカリセバ価格」の方が大きくなっている。

ろ「シナジー分配価格」にしる補正株価を算定し、何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用すべきである。そこでまず「シナジー分配価格」について検討すると、三洋電機の「シナジー補正価

格」は、パナソニックの市場株価に株式交換の対価株式数 0.115 を乗じると、

$$\text{「シナジー補正価格」} = \text{パナソニック株価} \times 0.115 \text{ 株}$$

と表わせる。他方で「ナカリセバ価格」は、パナソニックによる公開買付が公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の市場株価の終値（118 円）を起点として、TOPIX を相対化したもので代用した。これら補正株価と市場株価の推移をみると、公開買付けが公表日された 2010 年 7 月 29 日以後 2011 年 2 月頃までは、三洋電機の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回っていたが、その後さらに大小関係が逆転するような推移となっている（図表 4-11）。株式交換比率が公表（2010 年 12 月 21 日）された後から、三洋電機の市場株価と「シナジー補正価格」はほぼ連動して推移し、さらには市場取引最終日（2011 年 3 月 28 日）に近くなるに従い「ナカリセバ価格」とも互いに「さや寄せ」されるかのような価格推移となっている（図表 4-10）。

本件においては、東日本大震災（2011 年 3 月 11 日）から株式買取請求日（2011 年 3 月 28 日）の前営業日までの期間は、「ナカリセバ価格」が「シナジー補正価格」上回った数値となっているが、株式買取請求日においてはこの大小関係は逆転している（図表 4-11）。「シナジー補正価格」は 117.3 円（ $=1,020 \text{ 円} \times 0.115$ ）で、「ナカリセバ価格」は 117.0 円となっている。何れか大きい方を「公正な価格」とすると、「シナジー補正価格」の 117.3 円となる。これは「シナジー分配価格」を採用した裁判所の判断と整合的であり、また市場株価を参照しその平均株価による決定価格（117 円）とほぼ同額となっている⁽¹⁶¹⁾。

4 株式対価三事件の結果とまとめ

本章（IV 章）では、株式対価の二段階買収における組織再編（すべて株式交換）にかかる株式買取価格決定の三事件に対して、「二基準間の選択的行使」による算定方法を当てはめ裁判所の決定価格との違いを検証した。この三事件において裁判所は企業価値の毀損有無の判定を明示的に行っていないが、価格決定においてはシナジーが発生したことを前提として「シナジー分配価格」を採用したことになる。本稿では企業価値の増加または不増加を判定せずに、「二基準間の選択的行使」による算定方法で「公正な価格」を検証した。「シナジー分

配価格」については「シナジー補正価格」を使用するが、組織再編比率は裁判所の判定したように公正であることを前提とする。裁判所は、前置きした公開買付価格の公正性を判断したうえで、その価格が考慮された組織再編比率が公正であるというように二段階で公正性を判断している。

問題となるのが「ナカリセバ価格」の算出であるが、本章の検証においてはすべての事案においてマーケットモデルによる補正株価を使用せず市場指数 (TOPIX など) を単純に代用して計算した点に注意が必要である⁽¹⁶²⁾。つまり、マーケット・モデルにおけるモデル選択やそのパラメータ推定のためのデータ設定などで、「ナカリセバ価格」の算定値が変わり、その結果「公正な価格」も変わり得るという技術的な問題は残されている。それはV章でも検討する現金対価の事案でも同様であり、補正株価算定のためのマーケットモデルの選択は、より切実な問題として顕在化する。

本稿の検証結果は、「ナカリセバ価格」が採用されたパナソニック電工事件以外、すなわち三洋電機事件と日興 CG 事件で

「ナカリセバ価格」 < 「シナジー分配価格」

の関係となり、「シナジー分配価格」（「シナジー補正価格」）が採用されるという結果となった。つまり、二事案については、「シナジー分配価格」を「公正な価格」として採用した裁判所の判断と整合的である（図表 4-12）。

本稿の算定価格と裁判所の決定価格を比較すると、算定方法あるいは参照する時点等が若干異なるので単純な比較はできないが、何れの価格も市場株価あるいは市場指数等を基礎とすることから、およそその価格水準自体に大きな差がないようである（図表 4-12）。三洋電機事件を除くと、傾向としては裁判所の決定価格のほうがやや大きい値となっている。これは二段階買収が行われた当時、市場全体が下落傾向にあった中で、本稿では株式買取請求日という単日における補正株価を参照したのに対して、裁判所の決定価格では複数の市場株価を参照し平均値をとったことから株価下落の影響が抑えられたためと考えられる。特に、日興 CG 事件の場合は、株式市場全体が下落相場にある中で、裁判所が固定価格を採用したことから、その傾向は顕著である。つまり、市場全体が下落基調にあったこともあり、裁判所は若干株主側に有利な算定方法を採用し

図表 4-12 「公正な価格」の算定方法における判例と本稿での検証結果

＼事案	日興CG事件	パナソニック電工事件	三洋電機事件
裁判所の 決定価格	「シナジー分配価格」		
	公開買付価格または基準価格 1,700円	買取請求日のVWAP の1か月単純平均 ①967円 ②1,004円	株式買取請求日の終値 の1か月単純平均 117円
本稿での 検証結果 (結論)	株式買取請求日における「シナジー分配価格」か「ナカリセバ価格」の 何れか大きい方		
	「シナジー補正価格」 ①1,408.7円 ②1,691.6円	「ナカリセバ価格」 ①934.5円、 ②953.1円	「シナジー補正価格」 117.3円

注：「本稿での検証結果（結論）」における①と②の価格は、日興CG事件の場合は、日興CG事件①と日興CG事件②に対応する。また、パナソニック電工事件においては、パナソニック電工事件①とパナソニック電工事件②に対応した価格となっている。

たように思われる⁽¹⁶³⁾。さらに、ここで問題となるのは日興CG事件であるが、反対株主が株式買取請求した日が二種類あり、何れの場合でも裁判所の決定価格が一律に1,700円ということである。結局最悪のタイミングで買取請求した反対株主への「補填額」（1,700円と買取請求日における市場株価との差額）が、他の買取請求日の場合よりも大きいことになり反対株主間で不平等が生じる。これは少数株主保護とは別次元の問題である。

日興CGの事案においては、株式交換に応じる株主が対価として受け取るべき株式価値を固定額（公開買付価格と同額の「基準価格」）になるよう株式交換比率（変動比率）を調整し、最終的な株式交換比率（固定比率）を決定した。固定の株式交換比率が確定されるまでは株式市場や外国為替市場の動向に関係なく、対価株式の時価は固定額（1,700円）に維持される。しかし、このような株式交換比率の決定方法においても、株式交換比率が決定された後は、それまで基準価格にサヤ寄せされていた市場株価は、対価株式の市場株価と連動する動きとなることに注意が必要である（図表 4-2 または図表 4-3）。このような場合は、株式交換比率が確定し固定化された後に「シナジー価格補正」による株価補正が必要となる。このように株式交換比率が確定されるまでの期間に限れば、変動制交換比率による株式交換の事案では、対価価値が固定されるから株主は市場変動リスクを受けない。これは、次章（V章）で取り扱う現金対価の

二段階買収では対価が完全に固定されるから、同様に買収対象会社株式の市場変動リスクがないという共通点があり、それを反映した市場株価の価格形成となっている。つまり、市場株価に関しては、市場全体の株価下落リスクの影響を受けないとともに、その逆に株価上昇の恩恵も受けないことを意味する。

(130) 大阪地決平成24年4月27日・前掲注(124)123頁〔三洋電機事件地裁決定〕。

(131) 大阪地決平成24年2月10日(大阪地裁平成23年(ヒ)第72号)判例時報2152号139頁(以下「パナソニック電工①事件」という。)および大阪地決平成24年2月10日(大阪地裁平成23年(ヒ)第53号,同第71号)(判例集未登載)商事法務1965号99-100頁,大阪高決平成24年5月30日(平成24年(ラ)第216号,同第316号)(判例集未登載)商事法務1968号52-53頁(以下「パナソニック電工②事件」という)。

(132) 大阪地決平成22年3月30日資料版商事法務314号31頁〔ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。なお,本事案は事例研究の対象外である。

(133) 株式が対価の組織再編行為にかかる価格決定裁判の場合は,別の見方をするならば,公開買付けの後に市場株価が上昇しているような場合には,株主の不満はないが,問題となるのは市場株価が公開買付価格を下回った後で,株式交換や吸収合併がなされた場合である。反対株主によって株式買取請求権が行使され価格決定の裁判にまで持ち込まれる場合は,ほとんどの場合,組織再編行為の効力が発生する近辺で,市場株価が下落しているケースが本稿で扱う事案の中にも多いとも言えよう。

(134) 東京地決平成21年3月31日(平成20年(ヒ)第109号,第104号,第111号)金融・商事判例1315号26頁(以下「日興CG①事件」という。),東京地決平成21年3月31日(平成20年(ヒ)第112号)金融・商事判例1315号26頁(以下「日興CG②事件」という。)

(135) 相澤・前掲注(11)221-222頁は,「上場株式の『公正な価格』は,合併時の時価を基本とするが,たとえば,合併直前に消滅会社の株式について公開買付けが行われ,その公開買付けが成功した後,株価が下落したというような場合には,合併によるシナジーの評価は公開買付価格に反映され,公開買付け後に株価が下落したのは公開買付をした者による支配プレミアムの取得の影響によるものと考えられるので,通常,『公正な価格』が公開買付価格を下回ることはないものと考えられる」と指摘するように,立案担当者も同様の見解を取っていた。

(136) 最二小決平成24年2月29日・前掲注(4)1784頁〔テクモ事件最高裁決定〕は,反対株主が発行会社に対して株式買取請求権を行使した日(株式買取請求日)の市場株価を「公正な価格」とすべきとし,抗告審決定を破棄し,高裁に差し戻した。これは一段階買収の事案ではあるが,以後の株式買取請求・価格決定の事案は,株式買取請求日における市場株価を参照して決定価格としており二段階買収の事案においても同様である。

(137) 拙稿「完全子会社化における消滅株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』——ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件を題材に——」青山ロー

フォーラム 4 巻 2 号 (2016) 291 頁は、ダイワボウ情報システム事件から、およそその傾向としては消滅会社への株式買取請求で、親会社による完全子会社化の事案であれば、「簡便法」でも良いとしている。よって、本稿で取り扱う二段階買収の三事案の全てについても「簡便法」を適用するが、これは全ての事案で算定手法を統一するという利点もある。

(38) これは、TOPIX 収益率を説明変数 x とする一次式のマーケット・モデル ($y = \beta \times x + \alpha$) において、回帰係数 $\beta = 1$ および回帰定数項 $\alpha = 0$ というパラメータ制約をおいた場合に相当する。理論的には、 α と β のパラメータを最小二乗法により推定すべきではあるが、一般的に推定結果は誤差を含むものであり、またデータの設定などで分析者によっては推定結果も変わる場合もあるので、三事案では、パラメータ推定を行わず中立的なパラメータ制約 ($\beta = 1$ および $\alpha = 0$) を置いたモデルで代用する。また本稿で用いる「日次収益率」は、日次の市場株価や市場指数等の価格を対数収益率によって計算し、また配当や株主優待などのインカムゲインを含まない日次の変動率 (キャピタルゲイン) のみで計算した。

(39) 拙稿 (ソフトロー研究 25 号)・前掲注(6) 1-55 頁では、「二基準間の選択的行使」による算定方法を一段階買収の事案である、テクモ事件とインテリジェンス事件に適用した事例研究を行っている。本稿における二段階買収の場合においても同一の手法を統一的に適用することができる。

(40) 例えば、対価が存続会社株式の二段階買収の事案である大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注(33) 139 頁 [パナソニック電工事件地裁決定] や大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注(42) 123 頁 [三洋電機事件地裁決定] では、株式交換比率の公正性を判断する場合においては、シナジー分配が公正とされる公開買付価格が算定の基礎とされていることが重要な判断要素の一つとなっていた。

(41) 「シナジー価格補正」における「簡便法」は「厳密法」と近似の関係にあるが、特に完全子会社化の事案においては、両当事会社が親子会社間で従属的關係にあり、両会社の時価総額の差が大きく、さらに親会社による公開買付け後においては支配比率が例えば 80%あるいは 90%となるような場合には、近似関係から「簡便法」は「厳密法」との算定値の差は小さくなる。誤差の許容範囲内で組織再編比率が市場株価に織り込まれている場合は、補正の計算は必要なく市場株価を参照してもよい場合もあるが、それはむしろ例外的であり、原則は補正のための計算をすべきである。また補正株価算定のために、存続会社株式の市場株価を参照する際には、終値よりは価格の安定した VWAP を参照するのが好ましいが、終値の方が裁判所の価格決定で参照されることが多いので、本稿の検証でも終値ベースで算定を行っている。

(42) 東京地決平成 21 年 3 月 31 日・前掲注(34) 26 頁 [日興 CG 事件地裁決定]。なお、事例研究としては、拙稿「外国株式を対価とする株式交換における株式買取価格決定裁判で市場株価または補正株価を利用するための数理分析」青山社会科学紀要 43 巻 2 号 (2015) 49-83 頁がある。

(43) 会社側 (日興 CG 側) は、裁判所への株式買取価格決定の申立てに先立ち、反対株主からの株式買取請求に対して、1 株当たり 1,650 円で買い取る旨を同株主に対して提示した。その算定根拠としては、株式交換契約締結日の翌日である 2007 年 11 月 15 日から日興 CG 株

式の市場取引最終日である 2008 年 1 月 22 日までの間の市場価格における「取引高加重平均価格の平均値」(VWAP の単純平均) と同額であるとしている。

- (140) 東京地決平成 21 年 3 月 31 日・前掲注③4 26 頁〔日興 CG 事件地裁決定〕の日興 CG 事件①での反対株主の主張価格は 1 株当たり 2,840.29 円であり、事件②での主張価格は公開買付価格である 1 株当たり 1,700 円を下回らないとしている。

- (145) 後述することになるパナソニックの組織再編に関連した価格決定であるパナソニック電工事件と三洋電機事件は、日興 CG 事件と同じく株式交換を用いた二段階買収による完全子会社化の事案ではあるが、当時の株式市場全体の下落等の影響を大きく受けた市場株価を参照し、それを平均した株価による価格決定となる。二段階買収でない組織再編に関連した価格決定裁判では、組織再編において企業価値が増加(シナジーが発生)する場合において、算定基準日における単日の市場株価や算定基準日以前の一定期間における市場株価の平均値が採用される事案が多い。すなわち日興 CG 事件地裁決定は市場株価を参照せず、公開買付価格あるいは株式交換比率を決定するための固定額対価(基準価格の 1,700 円)を決定価格としていることから、結果的に近時の株式買取価格決定の決定内容とは整合性に欠けたものとなっている。

- (146) 太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務 1869 号(2009) 11 頁参照。さらに、「100%買収ではない、上場会社のグループ内組織再編や上場会社同士の経営統合のような場合には、本決定の射程は及ばない(株式市況の下落等の影響を考慮する余地は十分にある)」と指摘する。パナソニックの組織再編に関連した近時下級審判例である大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注③3 139 頁〔パナソニック電工事件地裁決定〕と大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注③4 123 頁〔三洋電機事件地裁決定〕は、100%買収(完全子会社化)の事案であるが、株式市況の下落等の影響を受けるような価格決定をした。

- (147) 岡田昌也「反対株主による株式買取請求における公正な価格(日興コーディアル株式買取価格決定申立事件)」法学研究 84 巻 3 号(2011) 142 頁参照。さらに、拙稿「二段階買収(公開買付け後の株式交換)に関連した株式買取価格決定事件における『公正な価格』の評価」青山ローフォーラム 2 巻 2 号(2013) 25-32 頁においても、他の二段階買収の類似事案との整合性を取るという観点からも、日興 CG 事件における「公正な価格」は、市場株価を採用すべきであったと主張している。日興 CG 事件では株式交換比率の決定方法として変動制交換比率方式が採用されたが、株式交換比率が決定してから取引最終日までの三営業日だけではあるが、事実上固定性交換比率方式が導入されたと同じ経済効果を受けており、その点で他の二段階買収の事案と同じ条件(固定性交換方式)のリスクに日興 CG 株主も晒されたという点で、他事案との整合性をもった価格決定方法が採用されるべきであると考えられる。

- (148) 実際、この交換比率の算定方式には幾つかの契約条項があり、正確には「変動幅限定付変動制交換比率方式」と呼ばれている。この方式に関する契約条件は、2007 年 10 月 31 日に締結された、株式交換の原契約によるものであるが、その後、ニューヨーク証券取引所におけるシティグループの株価が大幅に下落したのを受けて、日興 CG は、この原契約に定めら

れた株式交換の条件変更について CJH との間で協議および交渉を行い、2007 年 11 月 14 日の株式交換契約締結において、変動幅限定付変動制交換比率方式から変動幅限定条項を取り除いた変動制交換比率方式へと株式交換比率の決定方法を変更している。

なお株式交換比率決定方式の詳細については、上野元＝星明男「第 8 章 企業買収等契約におけるリスク分配手法の諸相—メイトグ社の買収事案を素材として」岩倉正和＝太田洋著『M&A 法務の最先端』（商事法務、2010）492 頁、太田ほか・前掲注⁽¹⁴⁹⁾ 117 頁または拙稿「日興とシティグループの三角株式交換における変動幅限定付変動制交換比率方式等の数値による分析」青山社会科学紀要 42 巻 2 号（2014）1-38 頁において、「変動制交換比率方式」と「固定制交換比率方式」について検討しているので参照されたい。

(149) 谷川達也＝水島敦「シティグループと日興コーディアルグループによる三角株式交換等の概要」[下] 商事法務 1833 号（2008）19 頁参照。

(150) 日興 CG の場合は、対価が外国株式であり、日本株式とは資産クラスの異なる対価が引き渡されるという点では、現金対価の場合と同じである。対価の資産クラスに注目すれば、対価が日本株式とは異なる場合には、「公正な価格」は公開買付価格を下回らないという考え方もあり得る。しかし、日興 CG 場合は、東京証券取引所にシティグループの株式（円建て）が上場され、同上場株式が株式交換の対価となっていたことから、日本株式と全く異なる資産クラスとは言えないように思われる。その点、対価株式の上場手続を事前にとっており、投資家保護には配慮していたといえる。

(151) 日興 CG の事案は、ニューヨーク市場と東京市場との国境をまたいだ上場株式間の市場裁定が問題となったが、シティグループと日興 CG の両銘柄ともそれぞれの市場において流動性が高く、さらに異なる通貨で時差のある市場間ではあるが、価格裁定が一応は機能していたようである。東証での市場取引最終日にかけての日興 CG 株価の大幅な下落は、一見非効率的な株価形成（アノマリー）のように見えたが、国際株式市場間における価格裁定は機能していたことから、少なくとも株式交換比率という重要な情報に関しては市場の情報効率性に問題があったとはいえない。しかしこれは、個々の市場株価における市場の価格効率性までを担保するものではなく、日興 CG の市場株価の水準自体がファンダメンタルな情報を全て織り込んだ妥当な価格であるかどうかは別問題である。

(152) 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注⁽¹⁵¹⁾ 139 頁〔パナソニック電工事件地裁決定〕。また、事例研究としては、拙稿「パナソニック組織再編における株式買取請求事件に関連した定量的分析の検討」青山社会科学紀要 41 巻 2 号（2013）177-210 頁がある。

(153) 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注⁽¹⁵¹⁾ 139 頁〔パナソニック電工事件地裁決定〕では、単に「ナカリセバ価格」と記述してあるが、本稿でいうところの公表前の市場株価で算定される、事前の「ナカリセバ価格」のことである。

(154) 拙稿「株式買取価格決定において市場株価（終値と VWAP）を参照した『公正な価格』を算出するための数字による分析」ソフトロー研究 23 号（2014）33-103 頁によれば、パナソニック電工事件の決定文で「出来高加重平均の平均値」という表現を使用しているが、ここでの「出来高加重平均」とは VWAP（日次）のことであり、「平均値」とは複数日における日次 VWAP の単純平均値のことであると拙稿の検証結果から裏付けられており、こ

の場合、同拙稿は単純平均という算定方法を使用するのではなく出来高加重平均すべきである指摘する。また、同拙稿は、本件のように東日本大震災以後の数営業日における株式市場の暴落と急騰（いわゆる V 字回復）の影響を受けた市場価格を平均することに対しては、反対株主による株式買取請求日のタイミングによっては、請求する株主間の不平等が生じることを問題視する。さらに、同拙稿は最悪のタイミングで買取請求した株主ほど請求日の市場株価と平均株価との差額が大きくなり、それはある意味「補填額」のようなものであり、買取請求株主間で差額が大きく異なると不平等の原因になり得るとも指摘する。

- (153) 二段階買取における第一段階と第二段階が一連の取引であるとしても、公開買付けの公表日（2010 年 7 月 29 日）と「公正な価格」の算定基準日（2011 年 3 月 18 日）との間には、約 7 か月という相当な時間的間隔が存在するから、この期間における経済状況の変化や情報開示により、パナソニック電工の企業価値や将来の株式交換による企業価値増加の見込みに変動が生じるのは当然であるから、公開買付価格をもって、直ちに株式買取請求日における本件株式のシナジー分配価格であると推認することは経験則上困難であると裁判所は判示している。すなわち、公開買付制度と株式買取請求権制度といった法制度の違いや公開買付公表日と「公正な価格」の算定基準日との間には、株主総会決議などの手続が必要となる関係で、相当の期間（本件では約 7 カ月）開くのが一般的であるから、公開買付価格をもって「公正な価格」としなければならない根拠はないとしている。この点については、特に市場環境が大きく変動している場合においては、数カ月の期間で市場株価は大きく変動する可能性があり、異なる二点間で同一の価格にすべきという考え方にはやや無理があるから、妥当な判断である。

- (154) 東京地決平成 21 年 3 月 31 日・前掲注⁽¹³⁴⁾ 26 頁〔日興 CG 事件地裁決定〕。

- (157) 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注⁽¹²⁴⁾ 123 頁〔三洋電機事件地裁決定〕。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 41 巻 2 号）・前掲注⁽¹⁵³⁾ 177-210 頁がある。

- (158) この二段階買取に先立つ 2009 年 11 月 4 日、パナソニックと三洋電機は、提携契約に基づく資本・業務提携の一環として、公開買付け（以下「第 1 回公開買付け」という。）を実施している。この第 1 回公開買付けでは、パナソニックが、三洋電機の議決権の過半数の取得を目的として、優先株主らと合意した価格で優先株式を取得するために行ったもので、いわゆる「ディスカウント TOB」（市場価格よりも低い価格での株式公開買付け）として行われた。公開買付期間は 2009 年 11 月 5 日から同年 12 月 7 日で 9 日まで延長しており、公開買付価格は普通株式 1 株につき 131 円で、優先株式 1 株につき 1,310 円となっている。その結果、パナソニックは議決権割合で三洋電機の 50.19%の株式を保有するに至り、三洋電機を連結子会社とした。

- (159) 公開買付価格 138 円は、公開買付け公表前 1 か月間（2010 年 6 月 29 日～同年 7 月 28 日）の市場株価の終値平均値である 114 円に 21.1%のプレミアムが付加されている。この公開買付価格はアビームおよび野村証券の価値算定結果によるものであり、両社はパナソニックに対し、この買付価格 138 円が財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオンを提出している。

- (160) 永江亘「先行する公開買付けの買付価格を下回る株式交換完全子会社株式の『公正な価

格』——三洋電機事件——」金融・商事判例 1420 号 (2013) 7 頁は、「本決定の強圧性への懸念および二段階買収の認定基準を背景にした判断には疑問が残る」とし、市場株価を参照するにしても、公開買付価格を軸に、市場株価の変動を裁判所の裁量で反映させるべきと指摘する。また、河村尚志「二段階買収型の株式交換における反対株主の株式買取価格の算定例——三洋電機株式買取価格決定申立事件」私法判例リマックス 47 号 (2013) 96 頁は、二段階買収においては公開買付けと株式交換は一連の取引であるから、裁判所は公開買付けにも配慮した判断をすべきと主張する。両方とも、公開買付価格をもってそれを直接的に「公正な価格」とするのではなく、あくまで「反映」あるいは「配慮」という表現となっている。

(65) このでの「ナカリセバ価格」は単純に市場指数を代用したものであるから、マーケット・モデル等を使用しパラメータの推定をしたモデルで補正した場合は、「ナカリセバ価格」は異なる算定値となる可能性が高く、「公正な価格」の結果にも影響する可能性がある。拙稿（青山社会科学紀要 41 巻 2 号）・前掲注(63) 204-205 頁において、回帰モデルのタイプごとに、補正株価を算出した分析を行っている。本事案では、補正の期間が長い為、定数項の影響が大きくなり、標準的な一次式のモデルでは 85 円で、定数項のないモデルでは 117 円となる。本稿で提案している「回帰分析的手法」によれば、 β だけを補正したタイプ（定数項なし）を使用すべきことになるが、ここでは議論に深入りせず、回帰分析をしない市場指数をあてはめるタイプのモデルを採用している。

(66) これは、TOPIX 収益率を説明変数 x とする一次式のマーケット・モデル ($y = \beta \times x + \alpha$) において、回帰係数 $\beta = 1$ および回帰定数項 $\alpha = 0$ というパラメータ制約をおいた場合に相当する。

(67) 日興 CG 事件のように、「公正な価格」として固定額を参照するというのは反対株主への過保護であり、また株式買取請求日の異なる反対株主間においても不平等となる。株式買取請求日が株式市場の価格変動を大きく受けた時期にあればこそ、その変動を反映した市場株価や補正株価を参照して「公正な価格」を決定すべきである。

V 現金対価の二段階買収による完全子会社化の事例研究

前章 (IV 章) においては、株式が対価の二段階買収にかかる株式買取請求・価格決定で「二基準間の選択的行使」における算定方法を個別事案に当てはめて検証した。本章では、完全子会社化のために現金対価の全部取得が行われた三つの事案について、「二基準間の選択的行使」による算定方法を個別事案に当てはめ、その「公正な取得価格」または「公正な価格」を検討する。ここで事例研究として取扱う現金対価の二段階買収の事案では、下級審の価格決定において、実際に株価補正が採用されている。このことから、「ナカリセバ価格」の算定については「回帰分析的手法」による補正株価を算定するが、ここではマー

図表 5-1 全部取得による完全子会社化にかかる株式価格決定事件の決定価格等

事件名\価格等	公開買付価格／取得価格 [円]	裁判所決定 価格 [円]	裁判所決定価格の内訳 (①「客観的価値」の算出方法と ②「プレミアム」の率)
松尾橋梁事件 (地裁・高裁)	122 ／122	140	公開買付け公表前日以前 1 か月の出来高加重平均 (89円) に日経平均の上昇率10%を上乗せした98円を「客観的価値」とし、プレミアムは43%。
ジュピターテレコム事件 (地裁・高裁)	123,000 ／123,000	130,206	「回帰分析的手法」を用いた補正株価の取得日の前日以前 1 か月の単純平均 (104,165円) を「客観的価値」とし、プレミアムは25%。
最高裁		123,000	公開買付価格と同額。
東宝不動産事件 (地裁)	735 ／735	835	「回帰分析的手法」を用いた補正株価の取得日以前 1 か月の単純平均 (696円) を「客観的価値」とし、プレミアムは20%。
高裁		735	公開買付価格と同額。

注： 現金対価の全部取得は、二段階買収とも呼ばれるスキームで行われるのが一般的であり、第一段階の対価が「公開買付価格」、第二段階が「取得価格」と呼ばれる。MBO の事案を含めて、多くの現金対価による二段階買収 (全部取得) の事案で両価格は同額であるが、表に挙げた完全子会社化の事案においては松尾橋梁事件 (地裁・高裁)、東宝不動産事件 (地裁) およびジュピターテレコム事件 (地裁・高裁) では、裁判所の決定価格は公開買付価格と全部取得価格の両価格を上回る。

ケット・モデルに関連する詳細な議論や回帰分析の結果等は省略し、使用したモデルのみを示す⁽¹⁶⁴⁾。

現金対価の二段階買収にかかる価格決定裁判に関連して注目すべきは、全部取得に前置した公開買付けの公表日から全部取得日までの期間における株式市場全体あるいは業種業界特有の株価変動要因を考慮した補正を採用した価格決定が下級審で相次いだことである。例えば、東宝不動産事件⁽¹⁶⁵⁾とジュピターテレコム事件⁽¹⁶⁶⁾の両事件における地裁決定は判例集に登載された代表的な裁判例であるが、それら二つに共通するのは、公開買付価格が公表された後の株式市場全体の上昇を「回帰分析的手法」⁽¹⁶⁷⁾によって補正し、価格決定で考慮した点である。この両事件のリーディングケースになったのが松尾橋梁事件⁽¹⁶⁸⁾であるが、同事件において「回帰分析的手法」までは用いておらず、公開買付けの公表日以後の株式市場全体の上昇率を用いて「客観的価値」を補正している。

これら三事件においては、裁判所は補正後の「客観的価値」に対してプレミ

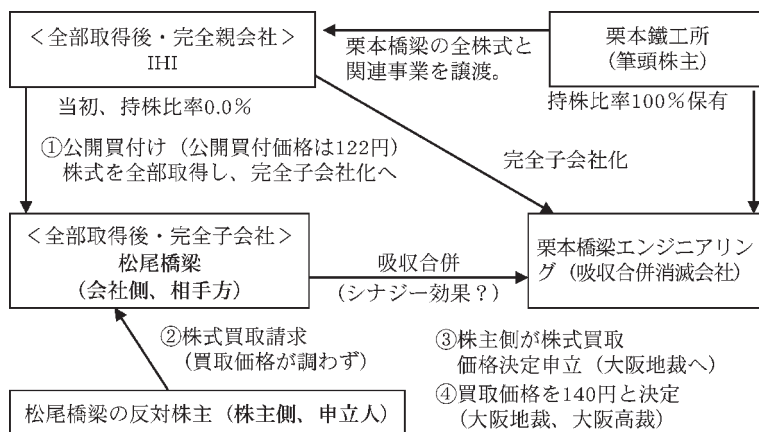
アムを上乗せしたが、その上乗せは松尾橋梁事件で43%、東宝不動産事件で20%、ジュピターテレコム事件で25%のプレミアム率（＝プレミアム／「客観的価値」）となっている⁽¹⁶⁹⁾。ただし、東京高決平成28年3月28日⁽¹⁷⁰⁾（東宝不動産事件高裁決定）については、公開買付価格と同額の735円が採用され、同様に第一小決平成28年7月1日⁽¹⁷¹⁾（ジュピターテレコム事件最高裁決定）も原審を破棄し、公開買付価格と同額の123,000円をもって決定価格としており、「客観的価値」に対する事後の株式市場の上昇を考慮した補正は認めていない。同事案は、これまでの株式取得価格決定とは異なる枠組みを採用し価格決定しているから、田原補足意見を基礎とした従来の算定枠組みを明確に否定すべきであった。

1 松尾橋梁株式買取価格決定申立事件

松尾橋梁事件⁽¹⁷²⁾（以下、本節では「本件」という。）は、二段階買収による親会社による上場子会社の完全子会社化において、全部取得条項付種類株式による全部取得がなされた事案である。しかし、本件は株式取得価格決定の申立て（会社法172条1項）ではなく、この全部取得のための定款変更の承認決議に反対した株主（116条2項）からの株式買取請求（同条1項2号）にかかる株式買取価格決定の申立て（117条2項）の裁判となっている。本件は、公表日以後の市場全体の株価上昇を考慮して「客観的価値」を補正したり、プレミアム率を変更したりするなど「シナジー分配価格」に対して裁判所が介入したりディングケースという点で重要である。

松尾橋梁株式会社（以下「松尾橋梁」という。）は、橋梁、鉄骨、鉄塔その他構造物の設計、製作、施工、診断および補修等を事業としていた。松尾橋梁の発行済株式総数は3,339万7,346株であり（2009年9月4日当時）、東京証券取引所と大阪証券取引所の第一部市場に上場していたが、同年8月31日をもって上場は廃止された。2009年5月18日に、松尾橋梁、株式会社IHI（以下「IHI」という。）および株式会社栗本鐵工所（以下「栗本鐵工所」という。）の三社は、それぞれの取締役会で事業統合に関する決議をし、その基本合意の内容を公表した。IHIは、松尾橋梁を完全子会社とするために同社株式について1株122円で公開買付けを実施すると公表し、松尾橋梁は、同日開催の取締役会においてIHIによる公開買付けに賛同意見を表明することを決議したと公表した。

図表 5-2 松尾橋梁株式取得価格決定申立事件の概要図

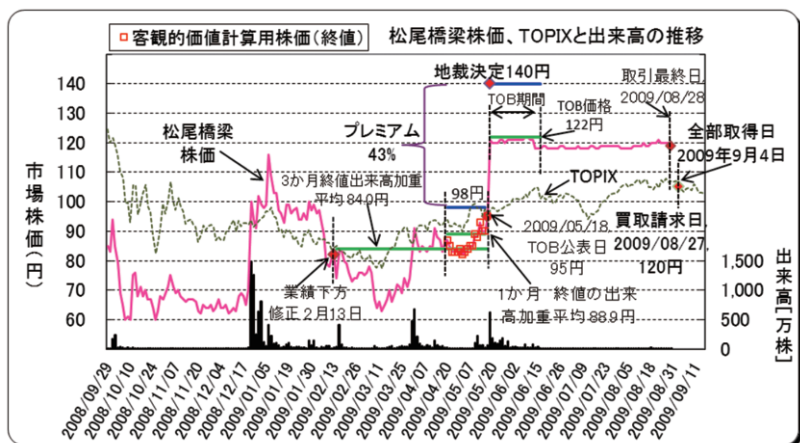


この公開買付けは2009年5月19日から同年6月16日の期間(21営業日)で行われ、その結果IHIは松尾橋梁の発行済株式総数の77.6%(2,588万6,481株)を取得した。その後、2009年7月30日に、松尾橋梁の臨時株主総会および種類株主総会で定款変更や全部取得条項付種類株式の取得などの各議案の承認決議がなされた。株主(申立人)は、松尾橋梁に対し、株主総会に先立ち定款変更の議案を含む各議案に反対する旨を通知し、かつ同株主総会において各議案に反対し、その後、松尾橋梁に対し保有する株式を公正な価格による買取りを請求し、その意思表示は2009年8月27日に松尾橋梁に到達した。しかし、買取価格について松尾橋梁との間の協議が調わなかったため、株主は大阪地裁に株式買取価格決定の申立てをした。

(1) 大阪地決平成23年1月28日の概要

会社側は、株式買取請求にかかる「公正な価格」は、公開買付価格である1株122円であると主張した。この公開買付価格は、公開買付けの公表日(2009年5月18日)以前の1か月間(2009年4月20日から2009年5月18日)の市場株価終値の出来高加重平均で計算した1株89円を「客観的価値」として、それに増加価値の分配価格(プレミアム)である33円(約37%)を上乗せした価格

図表 5-3 松尾橋梁の市場株価の推移および地裁決定価格等



注：公開買付けの公表日（2009年5月18日）の松尾橋梁市場株価95円を基準として、市場株価とTOPIX（相対株価）の推移を提示した。「客観的価値」は公表日前1か月間の出来高加重平均による89円（88.9円を四捨五入）であり、それに補正部分として10%を上積みした98円が裁判所から採用されている。それにプレミアム率の43%を上乗せした140円を裁判所は決定価格とした。

である。これに対して、株主側は、具体的な算定内容は省略するが、主位的主張として1株189円、予備的主張として1株197円や143円といった価格を主張し、これらは先の公開買付価格の122円を大きく超えるものであった。

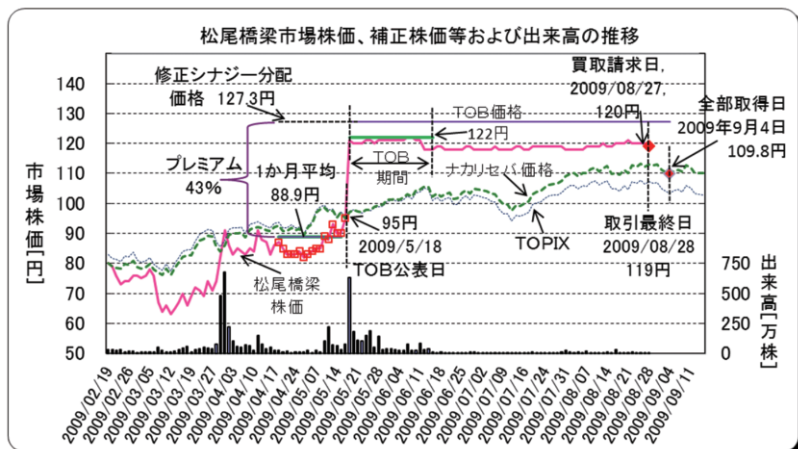
大阪地決平成23年1月28日は、補正した「客観的価値」の98円に約43%のプレミアムを加えた140円を決定価格とした。この98円は、公開買付けの公表日における「客観的価値」（公表日以前の1か月の終値出来高加重平均）である89円に市場株価動向を反映して10%の上昇分を加えて算出されたものである。10%の補正をする理由は、松尾橋梁の市場株価は、三社経営統合および公開買付けが行われなかったとしても、2009年5月18日以降日経平均株価の動きに連動する形で上昇したものと推認され、定款変更の効力発生日である同年9月4日時点の松尾橋梁の市場株価は同年5月18日と比較して少なくとも10%程度は上昇していたからとされている。プレミアム率の約43%は、公開買付価格の122円を算出する場合の約37%のプレミアム率に対して約6%上積みされたものとなっている。つまり、裁判所は「客観的価値」とプレミアム率の両方

を修正したことになる。この 37% のプレミアム率は IHI と松尾橋梁の二社間の事業統合によるシナジーのみを考慮して形成されたものである。さらに栗本橋梁を含めた三社の橋梁事業が統合されることによって二社のみの場合よりもシナジー効果が 6 % 分だけ大きいことから、プレミアム率を 43% と裁判所は判断した。いささか擬制的な見積りのようだが、要は、二社間だけではなく三社間の経営統合全体から生じるシナジー効果を分配すべきと判断したことになる。

(2) 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討

本件は「公正な価格」(会社法 116 条 1 項)の価格決定の事案ではあるが、株式取得価格決定も同時になされたと仮定して、「公正な取得価格」と「公正な価格」のそれぞれを「二基準間の選択的行使」による算定方法を统一的に適用し検証する。TOPIX の相対価格および松尾橋梁の補正株価(「ナカリセバ価格」)の推移は、公表日(2009 年 5 月 18 日)の市場株価 95 円を起点として算定する。「ナカリセバ価格」は、TOPIX の日次収益率を変数とするマーケット・モデルを使用した。回帰係数 β の推定値は 0.9054, 定数項 α の推定値は 0.0875% と

図表 5-4 松尾橋梁の市場株価と補正株価の推移および裁判所決定価格等



注：公開買付けの公表日(2009 年 5 月 18 日)の松尾橋梁市場株価 95 円を起点として TOPIX (相対株価) および「ナカリセバ価格」の推移を提示した。「ナカリセバ価格」は、公開買付けの公表日から取得日までの期間において、公開買付価格(または全部取得価格)の 122 円を下回って推移した。

なっている⁽¹⁷³⁾。公開買付けの公表日から、三つの価格における相対的な関係(大小関係)は全部取得日(2009年9月4日)まで、おおよそ

TOPIX < 「ナカリセバ価格」 < 市場株価 < 公開買付価格

の関係を維持して推移した(図表5-4)。また、市場株価は取引最終日まで、ほぼ公開買付価格にさや寄せされるように推移しているが⁽¹⁷⁴⁾、「ナカリセバ価格」が公開買付価格(122円)を一度も超えていない点に注意が必要である。

本稿は「二基準間の選択的行使」による算定方法を対価が現金か株式かによらず統一的に適用すべきと提案するものである。本件においても、「公正な価格」または「公正な取得価格」の算定においては、補正株価による「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」(または公開買付価格)の何れか大きい方を単純に選択することになる。それぞれの価格を式で表すと、

「公正な価格」=max (「ナカリセバ価格」, 「シナジー分配価格」)

「公正な取得価格」=max (「ナカリセバ価格」, 全部取得価格)

のようになる。「公正な価格」は株式買取請求日(2009年8月27日)で判定し、「公正な取得価格」は全部取得日(2009年9月4日)の「ナカリセバ価格」を参照して判定することになる。ここで「公正な価格」を算定する場合、「シナジー分配価格」の算定については市場株価をそのまま参照するのではなく、「シナジー補正価格」を使用すべきである⁽¹⁷⁵⁾。本件のように現金対価による全部取得の場合には、「シナジー補正価格」に相当する価格は、裁判所によってシナジー分配が公正であると仮に判断されれば公開買付価格(122円)が採用される⁽¹⁷⁶⁾。本件では、裁判所は「公正な取得価格」を140円と決定したことから、「シナジー分配価格」が公開買付価格(122円)とはならないことに注意が必要である。その代わりに本稿では、裁判所の算定結果から、公正とされるべき「シナジー分配価格」あるいは本稿で言うところの「修正公開買付価格」を127.3円(=89円×(1+43%))と算定した⁽¹⁷⁷⁾。つまり、「客観的価値」は補正すべきでないから、そのままの89円を採用し、プレミアム率は裁判所がシナジー分配を公正であると判断した43%を採用する。この「修正公開買付価格」を参照した上で、

図表 5-5 松尾橋梁事件における「公正な価格」と「公正な取得価格」の計算結果

主要な日付 \ 株価等		市場 株価 [円]	①「シナジ ー分配価 格」[円]	②「ナカリ セバ価格」 [円]	③「公正な価格」 または「公正な 取得価格」[円] (Max(①,②))
2009年5月18日	算定起点日	95	-	95	-
2009年8月27日	買取請求日	120	127.3 (122)	112.3	127.3(122)
2009年8月28日	取引最終日	119		112.9	127.3(122)
2009年9月4日	全部取得日	—		109.8	127.3(122)
裁判所決定価格		140			

注：検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。株式買取請求日(2009年8月27日)における「公正な価格」と全部取得日(2009年9月4日)における「公正な取得価格」をそれぞれ「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した。この算定においては、「シナジー分配価格」としては、裁判所のシナジー分配への介入を考慮して、本稿で修正した「修正公開買付価格」の127.3円と実際の公開買付価格(および全部取得価格)の122円(参考)の両価格を提示した。「ナカリセバ価格」の算出においては、パラメータ推定をした単純なマーケット・モデルを使用している。

それと同額を全部取得価格とし、それを取得日における「シナジー分配価格」として参照する(図表5-5)。

以上から、「ナカリセバ価格」(株式買取請求日が112.3円で、全部取得日が109.8円)と「シナジー分配価格」として公開買付価格(122円)を「二基準間の選択的行使」による算定方法による定式に代入すると、株式買取請求日(2009年8月27日)における「公正な価格」と全部取得日(2009年9月4日)における「公正な取得価格」は、それぞれ以下のようになる。

「公正な価格」=max (112.3円 , 122円) =122円

「公正な取得価格」=max (109.8円 , 122円) =122円

このように、何れの価格も全部取得価格(公開買付価格)と同額の122円になる。本件で裁判所は、公開買付価格の122円が公正とは判断しておらず、事後の事情により「客観的価値」を補正した上で、さらにシナジー分配に介入し公開買付価格を修正している。本稿では「客観的価値」の補正はしないが、少なくとも裁判所が修正したプレミアム率の変更を考慮した「修正公開買付価格」の127.3円を「シナジー分配価格」として採用する。そうすると、「公正な価格」

と「公正な取得価格」は、それぞれ

「公正な価格」=max (112.3 円 , 127.3 円)=127.3 円

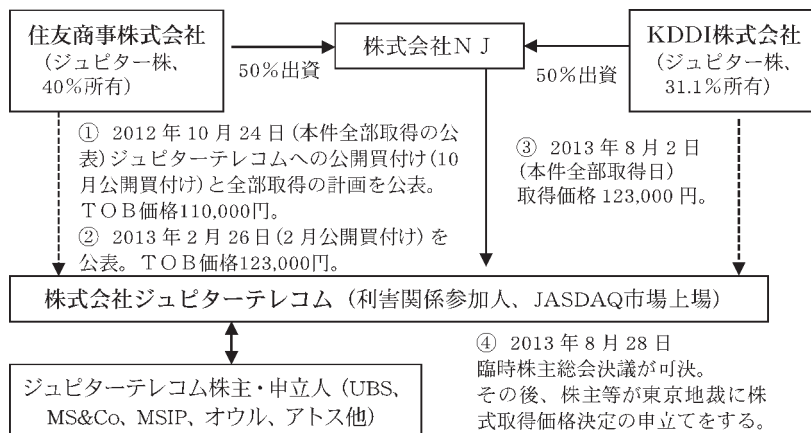
「公正な取得価格」=max (109.8 円 , 127.3 円)=127.3 円

となり、何れの価格も「修正公開買付価格」の 127.3 円と同額になる。

2 ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件⁽¹⁷⁸⁾

株式会社ジュピターテレコム（以下「ジュピターテレコム」という。）は、普通株式を JASDAQ スタンダード市場に上場していた。住友商事株式会社（以下「住友商事」という。）および KDDI 株式会社がそれぞれ発行済み株式総数の 50%を保有する NJ 株式会社（以下「NJ 社」という。）は、2012 年 10 月 24 日にジュピターテレコムの普通株式等を全部取得するために、110,000 円を買付価格とする公開買付け（以下「10 月公開買付け」という。）を行い、その後に普通株式に全部取得条項を付すこと等を内容とする定款の一部変更を行い、ジュピターテレコムの発行済みの普通株式のすべてを取得する予定であると公表した。その後 2013 年 2 月 26 日に NJ 社は公開買付価格を 123,000 円に変更し、公

図表 5-6 ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件の概要



開買付期間を同月 27 日から 4 月 10 日とする公開買付け（以下「2 月公開付け」という。）を行った。2 月公開付けは、買付予定数である 180 万 1,954 株の約 66.58%という多数の株主等の賛同を得て成立した。2013 年 8 月 2 日に全部取得条項付種類株式の全部取得が行われたが、これに反対した株主が株式取得価格決定の申立て（会社法 172 条 1 項）を東京地裁に対して行ったのがジュピターテレコム事件（以下、本節では「本件」という。）である。

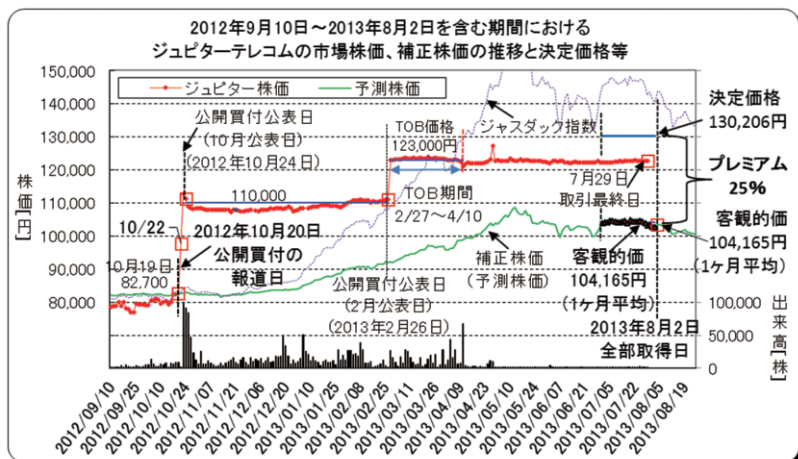
本件の審理で利害関係参加人（会社側）は、株式の価格が 2 月公開買付けにおける公開買付価格で本件全部取得の取得価格でもある 123,000 円を上回ることはないと主張した。この公開買付価格は、2012 年 10 月 20 日に 10 月公開買付けに関連する報道があった直前取引日である 2012 年 10 月 19 日の終値 82,700 円に対しては約 48.7%、過去 1 か月間の終値の平均 79,824 円に対しては約 54.1%、過去 3 か月間の終値平均 78,961 円に対しては約 55.8%、過去 6 か月間の終値平均 81,028 円に対しては約 51.8%のプレミアムを加えたものである。

他方の株主側は、複数の個人、法人または投資ファンドなどが個別に価格決定の申立てを行っており主張価格も多様であるが、全ての主張価格は会社側主張の 123,000 円を大きく超える価格となっている。それら算定の論拠は様々であるが、高いものでは 30 万円代や 20 万円代の価格を主張する株主もあるが、2010 年に住友商事が行った公開買付価格である 139,000 円を引き合いに出すものや、DCF 法による価格を根拠とした主張をする株主もあり、算定根拠は多種多様である。その中でも、公開買付けの公表後の株式市場全体の変動を考慮した補正株価を基に「客観的価値」を算出した申立人の主張価格は、209,147 円（「客観的価値」が 137,056 円でプレミアムが 52.6%）となっている。

(1) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日と東京高決平成 27 年 10 月 14 日の概要

東京地決平成 27 年 3 月 4 日は、市場株価指数の変動を考慮して算定した補正株価を参照し、その補正株価を全部取得日の前日以前 1 か月で単純平均した 104,165 円を「客観的価値」とし、それにプレミアムの 25%を付与した 130,206 円を決定価格とした（図表 5-7）。2012 年 10 月 20 日の公開買付けの報道日以降株式市場は力強い上昇相場の局面にあり、利害関係参加人（ジュピターテレコム）の上場株式の市場株価も大きく上昇していた。このことから、裁判所は同報道日前日の 2012 年 10 月 19 日より前の市場株価をもって客観的価値とする

図表 5-7 ジュピターテレコム市場株価の推移および地裁決定価格等



注：本件報道日の前日（2012年10月19日）のジュビターテレコムの子会社株価82,700円を基準として、市場株価と補正株価（予測株価）の推移を提示した。補正株価は本件で裁判所から採用されたマーケット・モデルによって算出した。

ことは好ましくなく、同日から全部取得の日までの市場全体の動向を踏まえた補正をすべきとした⁽¹⁷⁹⁾。

東京地決平成 27 年 3 月 4 日で採用された回帰モデルにおける最大の特徴は、説明変数となる日次収益率を算出するためにジャスダック指数をそのまま使用せず、同指数の構成銘柄でもあり、その変動に大きな影響を持つジュピターテレコム(株)の株価変動の影響を取り除くように修正したジャスダック指数(以下「修正ジャスダック指数」という。ただし、決定文中では「ex ジャスダック指数」としている。)を使用したことである⁽¹⁸⁰⁾。後述することになるが、裁判所からは不採用となったが株主側から主張された別の回帰モデルもあり、どのモデルを選択するかによって補正株価の値に大きな差があった。

東京地決平成 27 年 3 月 4 日は即時抗告され、東京高決平成 27 年 10 月 14 日⁽¹⁸¹⁾は原審の決定を是認し、130,206 円を決定価格とした。しかし、最小決平成 28 年 7 月 1 日⁽¹⁸²⁾は原審を破棄し、公開買付価格の 123,000 円をもって決定価格とすると自判した。同決定は、二段階買収の一連の手續が公正であれば、特段の事情がない限りは公開買付価格をもって「公正な取得価格」とすると判

示した。

(2) 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討

ジュピターテレコム事件の検証として、まず「ナカリセバ価格」(補正株価)を算定するためのマーケット・モデルを二つ定義する。一つは、地裁決定において裁判所が採用したモデル(以下「モデルⅠ」という。)であり、もう一つは本稿での検証用モデル(以下「モデルⅡ」という。)である⁽¹⁸³⁾。具体的に示すと、モデルⅠは単回帰モデルであり、その回帰式は、収益率の単位をパーセント(%)表示とすると

$$R_j = 0.005\% + 0.3819 \times R_M^{ex} \quad (\text{モデルⅠ：裁判所採用モデル})$$

と表せる。ここで、 R_j はジュピターテレコムの正常収益率であり、 R_M^{ex} は修正ジャスダック指数収益率である。また、同様にモデルⅡの回帰式は、

$$R_j = -0.0042\% + 0.7091 \times R_M \quad (\text{モデルⅡ：本稿検証用モデル})$$

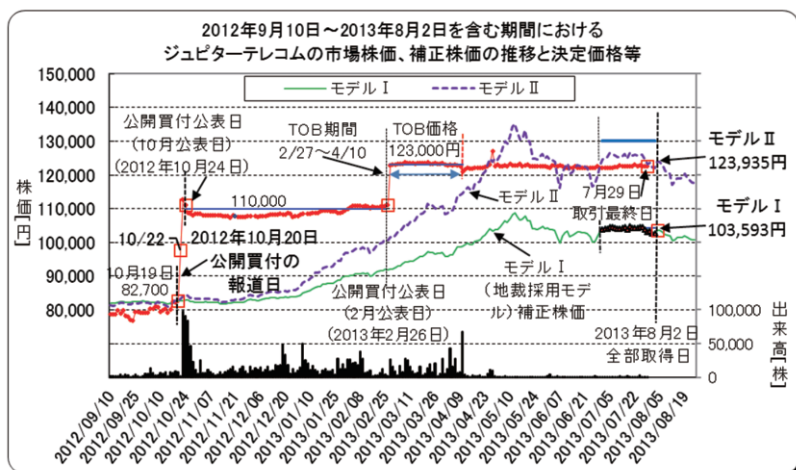
と表すことができる。ここで、 R_M は修正をしないジャスダック指数の収益率であり、同じく単位をパーセント(%)とした⁽¹⁸⁴⁾。

まず、二つのモデルから算定された補正株価とジュピターテレコムの市場株価との推移を観察する。公開買付けの公表日(2012年10月19日)の同市場株価82,700円を起点として、市場株価および各補正株価の相対位置関係の推移を観察すると、全部取得された日(2013年8月2日)においては、モデルⅠが103,593円、そしてモデルⅡが123,935円という価格になっている(図表5-9)。公開

図表 5-8 マーケット・モデル(回帰モデル)の種類と取得日の補正株価

\モデル	モデルⅠ	モデルⅡ
	地裁決定で採用	本稿の検証用モデル
説明変数	修正版JASDAQ指数の収益率	JASDAQ指数の収益率
取得日価格	103,593円	123,935円

図表 5-9 ジュピターテレコム市場株価と補正株価の公表日前後の推移



注：本件報道日の前日（2012年10月19日）のジュピターテレコムの市場株価82,700円を起点として、市場株価と補正株価（モデルⅠとモデルⅡまでの補正株価）の推移を提示した。モデルⅠの補正株価は、本件で裁判所から採用されたマーケット・モデルによって算出される。

買付価格が123,000円であるから、上記のモデルⅠ（103,593円）とモデルⅡ（123,935円）の補正株価で挟まれた範囲内にある。

次に、モデルごとに「ナカリセバ価格」を算定したうえで、それと全部取得価格（または公開買付価格）の何れか大きい方を選択する「二基準間の選択的行使」による算定結果を検証する（図表5-10）。本件の最高裁決定では、公開買付価格が公正な手続を実質的に履践して定められたと認定されているから、本稿では公正な「シナジー分配価格」がこの公開買付価格（123,000円）であり、取得日において、その価格を参照する全部取得価格は公正である。他方の「ナカリセバ価格」は、モデルⅠ（103,593円）とモデルⅡ（123,935円）のそれぞれが算定されている。これらの数値を全部取得日（算定基準日）における「公正な取得価格」の算定式、すなわち、

$$\text{「公正な取得価格」} = \max(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{全部取得価格})$$

に代入すると、それぞれ以下になる。

図表 5-10 ジュピターテレコム事件における「公正な取得価格」の計算結果⁽¹⁸⁵⁾

全部取得日(2013年8月2日)における 「公正な取得価格」の算定 日付 \ モデルタイプ		補正株価または取得価格等 [円]	
		モデル I (裁判所採用モデル)	モデル II (検証用モデル)
2012年10月19日	算定起点日	82,700	
2013年7月29日	取引最終日	103,210	123,111
2013年8月2日	全部取得日	103,593	123,935
価格 [円]	①「ナカリセバ価格」(取得日価格)	103,593	123,935
	②「シナジー分配価格」	123,000 (全部取得価格)	
	③「公正な取得価格」(Max(①, ②))	123,000	123,935
	決定価格(地裁/高裁/最高裁)	130,206/130,206/123,000	

注：検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。③「公正な取得価格」は、①「ナカリセバ価格」と②「シナジー分配価格」(全部取得価格)の何れか大きい方を選択した価格である。

「公正な取得価格」(モデル I) = $\max(103,593 \text{ 円}, 123,000 \text{ 円}) = 123,000 \text{ 円}$

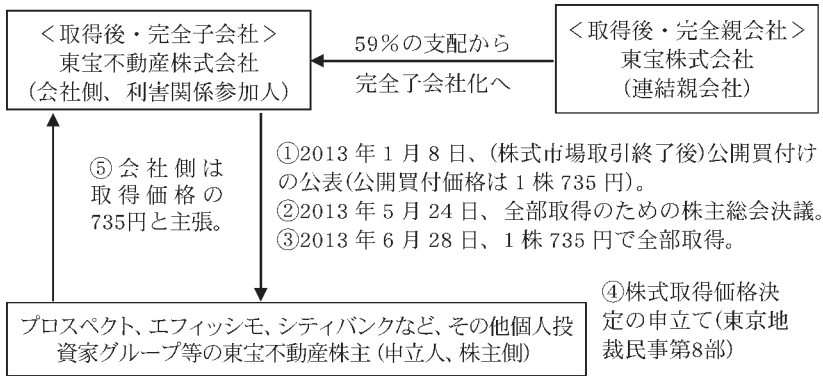
「公正な取得価格」(モデル II) = $\max(123,935 \text{ 円}, 123,000 \text{ 円}) = 123,935 \text{ 円}$

このように、モデルによって「ナカリセバ価格」の算定値が異なり、「公正な取得価格」の結果が異なる。そうすると本稿で提案するモデル II では、公開買付価格の 123,000 円を若干上回る「ナカリセバ価格」の 123,935 円が選択される。しかし、地裁決定で裁判所が採用したモデル I を使用すれば、「ナカリセバ価格」は 103,593 円となるから公開買付価格の 123,000 円が選択されることになり、最高裁決定で公開買付価格をもって決定価格としたのと同じ結果となる。また、何れの場合においても、本件地裁決定価格の 130,206 円を大きく下回る価格となる。

3 東宝不動産株式取得価格決定申立事件⁽¹⁸⁶⁾

東宝不動産株式会社(以下「東宝不動産」という。)は、土地、建物の所有および賃貸借等を主たる目的とし当時東京証券取引所の第一部市場に上場していた。同社は、同社の普通株式 59% を所有する支配株主であり連結親会社でもあった東宝株式会社(以下「東宝」という。)が、同社を完全子会社化するための公開買付けに賛同する旨を 2013 年 1 月 8 日開催の取締役会において決議し

図表 5-11 東宝不動産株式取得価格決定申立事件の概要図



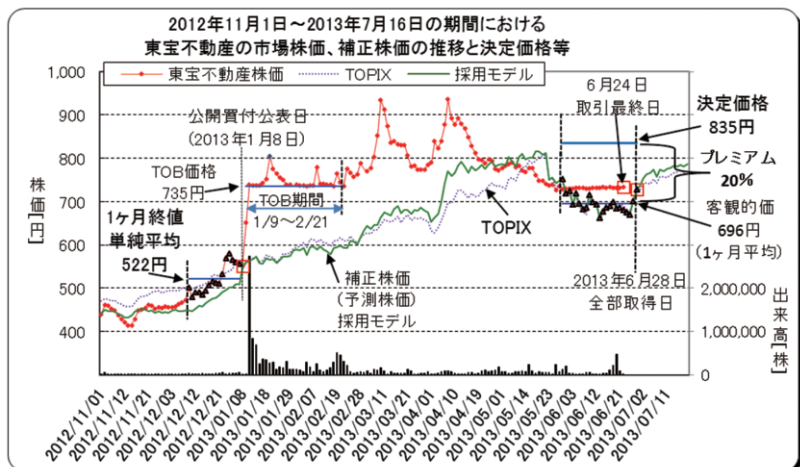
た。そして東宝による全部取得を可能とするための株主総会が2013年5月24日に開催され全議案が可決された。その後、東宝不動産の株式は2013年6月24日に上場廃止となり、同月28日に、東宝は全部取得条項付種類株式を用いて1株735円(公開買付価格と同額)で東宝不動産株式の全部取得を行った。この取得価格に不満を持つ株主(個人投資家や機関投資家等)が、株式取得価格決定の申立て(会社法172条1項)を東京地裁に行ったのが東宝不動産事件(以下、本節では「本件」という。)である。

本件で、会社側(東宝不動産)はあくまで公開買付価格(または全部取得価格)と同額の735円を主張価格とした。これに対して、株主側からは申立人株主ごとに様々な評価手法による価格が主張されたが、例えば時価純資産法による評価でおよそ1,500円から2,500円の価格帯を主張するなど、公開買付価格の735円を大きく超える価格を主張する申立人もいた。

(1) 東京地決平成27年3月25日の概要

東京地決平成27年3月25日⁽¹⁸⁷⁾は、「回帰分析的手法」を用いて算定した補正株価を参照し、全部取得の日以前1か月の単純平均(696円)を「客観的価値」とし、プレミアムの20%を付与した835円を決定価格とした。この決定において、裁判所は、「本件取得日における本件株式の客観的価値の算定においては、

図表 5-12 東宝不動産の市場株価や TOPIX の推移および地裁決定価格等



注：公開買付けの公表日（2013年1月8日）の東宝不動産市場株価522円を起点として、補正株価（採用モデル）とTOPIX（相対価格）の推移を提示した。「採用モデル」とは本件で裁判所から採用されたマーケットモデルによる回帰式である。

本件公表前の市場株価をそのまま参照して算定するよりも、本件公表日から本件取得日までの間のTOPIXおよび東証不動産インデックスの各終値の変動率を本件モデルに当てはめることにより、本件公表および本件全部取得がなかったと仮定した場合における本件公表後の各日の参加人株式の市場株価の終値を予測し、その予測価格を基礎として算定する方が、より高い合理性を有するというべきである。」と判示した。

本件地裁決定で補正によって算出された「客観的価値」に上積みされたプレミアム率は20%であり、ジュピターテレコム事件では25%が適用され、それら数値は何れも裁判所の裁量で決められている。これは数値自体の絶対的な大きさよりもむしろ、異事案間の相対関係や整合性に関して問題となる。せっかく統計的あるいは科学的手法を用いた補正株価による「客観的価値」を算定しておきながら、その後に裁量的なプレミアム率を適用するならば、結局のところ裁判所は「公正な取得価格」をいくらにでも価格決定できることになるから、このような算定方法は擬制的であるという批判がある⁽¹⁸⁸⁾。また、裁判所の決定価格の835円にはプレミアム(20%)が含まれているが、これについてはプレミ

アムと補正のダブルカウントという理論的な欠点も指摘されている⁽¹⁸⁹⁾。

なお、東京高決平成 28 年 3 月 28 日は、二段階買収における一連の手続が公正であるとして、地裁決定で採用された株価補正を認めず、公開買付価格と同額の 735 円を決定価格とした⁽¹⁹⁰⁾。そもそも公正な手続を経て行われた全部取得においては、公表日以後の事後の事情を価格算定に一切考慮すべきではないという有力な批判があり⁽¹⁹¹⁾、それが採り入れられたことになる。このように、一連の取引における手続が公正であれば株式価値評価の内容も公正であると推定されることから、手続的公正性の内容がより検討されるべきである⁽¹⁹²⁾。

(2) 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討

本件での検証においても、「ナカリセバ価格」を算出するためのマーケット・モデルを比較のために二種類用意する⁽¹⁹³⁾。一つは、単純なマーケット・モデルで、TOPIX の日次収益率を説明変数とする単回帰モデル（以下「モデルⅠ」という。）であり、もう一つは地裁決定において採用された多重回帰モデル（以下「モデルⅡ」という。）である。具体的に式で示すと、モデルⅠの回帰式は、収益率の単位をパーセント（％）表示とすると

$$R = 0.0602\% + 1.05421 \times R_M \quad (\text{モデルⅠ：本稿検証用モデル})$$

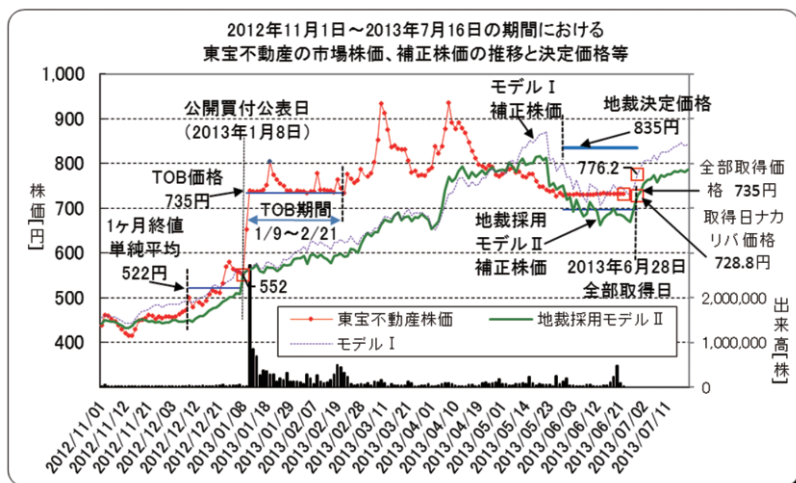
と表せる。ここで、 R は東宝不動産の正常収益率であり、 R_M は TOPIX の収益率である。また、同様にしてモデルⅡの重回帰式は、

$$R = 0.004\% + 0.5743 \times R_M + 0.3696 \times R_I \quad (\text{モデルⅡ：裁判所採用モデル})$$

と表すことができる⁽¹⁹⁴⁾。ここで、 R_I は東証不動産業種指数（または「東証不動産インデックス」ともいう。）の日次収益率である。ここで、モデルⅠとモデルⅡの何れが妥当かはさておき、ここではあくまで比較のために、簡便な検証用モデルを本稿で用意したのがモデルⅠである。

この二つのモデルから算定される補正株価と東宝不動産の市場株価との推移を観察すると、市場株価が 552 円である公開買付けの公表日（2013 年 1 月 8 日）を起点として、市場株価と各補正株価の相対位置関係は変化しつつも、全部取

図表 5-13 東宝不動産の市場株価と補正株価の公表日前後の推移



注：公開買付けの公表日（2013年1月8日）の東宝不動産の市場株価552円を起点として、市場株価と補正株価（モデルIとモデルIIの補正株価）の推移を提示した。モデルIIの補正株価は、本件地裁決定において裁判所から採用されたマーケット・モデル（多重回帰モデル）によって算出した。またモデルIは、本稿の検証用モデル（単回帰モデル）によるものである。

得日（2013年6月28日）においてはモデルIが776.2円およびモデルIIが728.8円という価格になっている（図表5-13）。つまり、

$$\text{モデルII (728.8円)} < \text{全部取得価格 (735円)} < \text{モデルI (776.2円)}$$

と表わせる。全部取得価格（公開買付価格と同額）の735円は、上記のモデルI（776.2円）とモデルII（728.8円）の補正株価で挟まれた範囲内にある。

本件の高裁決定は、公開買付価格が公正な手続を実質的に履践して定められたから公正であると判示した。しかし、この高裁決定で公正とされるのはあくまで「シナジー分配価格」としての公開買付価格であり、「公正な取得価格」を算定するためには、この「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れか大きい方を選択するべきである。そうするとモデルIとモデルIIによる「公正な取得価格」は、それぞれ以下になる。

図表 5-14 東宝不動産事件における「公正な取得価格」の計算結果⁽¹⁹⁵⁾

全部取得日（2013年6月28日）における 「公正な取得価格」の算定 日付 \ モデルタイプ		補正株価または取得価格等 [円]	
		モデル I	モデル II
		単回帰モデル (TOPIX)	重回帰モデル (TOPIXと業種指数)
		検証用モデル	地裁採用モデル
2013年1月8日	算定起点日	552	
2013年6月24日	取引最終日	742.0	681.4
2013年6月28日	全部取得日	776.2	728.8
価格 [円]	①「ナカリセバ価格」（取得日価格）	776.2	728.8
	②「シナジー分配価格」	735 （全部取得価格）	
	③「公正な取得価格」（Max（①，②））	776.2	735
	決定価格（地裁／高裁／最高裁）	835／735／735	

注：検証で算定した価格 [円] は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。モデル I とモデル II は、前節（2 節）で取り扱ったジュピターテレコム事件のモデル内容や分類とは異なることに注意が必要である。③「公正な取得価格」は①「ナカリセバ価格」と②「シナジー分配価格」（全部取得価格）の何れか大きい方を選択して算定する。

「公正な取得価格」（モデル I）＝max（776.2 円，735 円）＝776.2 円

「公正な取得価格」（モデル II）＝max（728.8 円，735 円）＝735 円

モデル II（地裁採用モデル）では「ナカリセバ価格」が 728.8 円となり、全部取得価格（または公開買付価格）の 735 円を下回るので、「公正な取得価格」は 735 円となる。他方の本稿で提案するモデル I（本稿検証用モデル）では、「ナカリセバ価格」が 776.2 円となり全部取得価格の 735 円を上回るから、776.2 円が「公正な取得価格」となる。つまり、選択するモデルによって「公正な取得価格」は異なる価格が選択され、これは前節（2 節）のジュピターテレコム事件と同様な結論となる。

4 現金対価三事件の結果のまとめと検討事項

本節では、現金対価の二段階買収にかかる株式取得価格決定の三事件、すなわち松尾橋梁事件、ジュピターテレコム事件および東宝不動産事件に対して、「二基準間の選択的行使」による算定方法を当てはめ裁判所の決定価格との違

いを検証した。ここでは、それらの結果を整理し、さらに付随する問題点を検討する。

(1) 三事件の検証結果のまとめ

三事件とも二段階買収による完全子会社化にかかる事案であることや下級審の決定で「客観的価値」を公開買付けの公表日以後の株式市場全体の変動を考慮した株価補正が採用され、決定価格が公開買付価格を上回るという点で共通する。

ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件では、「ナカリセバ価格」を算定するために「裁判所の採用したモデル」⁽¹⁹⁶⁾を使用して「二基準間の選択的行使」による算定方法で「公正な取得価格」を算定したところ、いずれも公開買付価格と同額のそれぞれ 123,000 円と 735 円となった(図表 5-15)。結果的には、ジュピターテレコム事件最高裁決定と東宝不動産事件高裁決定において公開買付価格と同額をもって価格決定したことと整合的である。他方の「本稿の検証用モデル」を使用して「ナカリセバ価格」を算定したところ、それぞれ 123,935 円と 776.2 円となり、これは両価格とも先の公開買付価格(それぞれ 123,000 円と 735 円)を超える。すなわちモデル選択によって、「公正な取得価格」の算定価格が変わる場合があることを意味する。このような場合、特にモデル選択が重要になるから裁判における複数の申立人から異なる回帰モデルを使用した「ナカリセバ価格」が主張される可能性が高く、裁判所は単に算定された価格の値ごろ感で判断するのではなく、回帰モデルの内容にまで踏み込み、より妥当と判断する統計的手法を採用したモデルを選択するように努めるべきである。

両事案とも下級審の審理でモデルの内容等については両当事者間から証拠資料等が提出されるなど、裁判所もモデルの内容等について時間を割いて審査したと推察される。モデル選択という技術的な点に関しては、「合理的な裁量の範囲内」であれば、下級審の裁量は尊重されるべきである。そのことからすれば、両事件の地裁決定で採用されたモデルを採用することが合理的であり、そのモデルで「ナカリセバ価格」を算定すると「公正な取得価格」は両事案とも公開買付価格と同額(それぞれ 123,000 円と 735 円)になる。それでは、「二基準間の選択的行使」による算定方法を使用しても少数株主保護にならないではないかと思われるが、「本稿の検証用モデル」を使用すれば両価格とも全部取得価格

(公開買付価格と同額)を超える(それぞれ 123,935 円と 776.2 円)。よって、両事案において株主側にはより「説得力」のあるモデルを主張することによって価格を上げる選択肢は残されている。

もっとも本稿では「ナカリセバ価格」算出のための回帰モデルの選択においては、予測可能性が高く訴訟経済にも資するような単純なマーケット・モデルを採用すべきであり、具体的には TOPIX や JASDAQ INDEX のといった市場指数の収益率のみを説明変数とする一変数のマーケット・モデルを標準とすべ

図表 5-15 「公正な取得価格」の算定方法における判例と本稿での検証結果

\事件	松尾橋梁事件	ジュビターテレコム事件		東宝不動産事件	
	地裁・高裁	地裁・高裁	最高裁	地裁	高裁
公開買付価格	122円 (プレミアム率、37%)	123,000円 (プレミアム率、54.1%)		735円 (プレミアム率、41%)	
裁判所の決定価格	140円	130,206円	123,000円	835円	735円
	公表前日以前1か月の終値出来高加重平均(89円)に10%を補正した98円にプレミアムを43%。	取得日前日以前1か月の補正株価単純平均(104,165円)にプレミアムを25%。	公開買付価格(全部取得価格と同額)。	取得日以前1か月の補正株価単純平均(696円)にプレミアムを20%。	公開買付価格(全部取得価格と同額)。
本稿での検証結果(結論)	「シナジー分配価格」	①は「ナカリセバ価格」、 ②は「シナジー分配価格」		①は「ナカリセバ価格」、 ②は「シナジー分配価格」	
	127.3円 (=max(112.3, 127.3))	① 123,935円 (=max(123,935, 123,000)) (本稿の検証用モデル) ② 123,000円 (=max(103,593, 123,000)) (地裁・高裁採用モデル)		① 776.2円 (=max(776.2, 735)) (本稿の検証用モデル) ② 735円 (=max(728.8, 735)) (地裁採用モデル)	

注：松尾橋梁事件は株式買取請求事件だから「公正な価格」を算定したが、「公正な取得価格」も、同額の 127.3 円(本稿での「修正公開買付価格」という結果となった。他の二事件では、本稿の検証用モデルでは、「ナカリセバ価格」が全部取得価格を超えるから、「ナカリセバ価格」が採用された。しかし、両方とも地裁決定で裁判所が採用したモデルでは、全部取得価格(公開買付価格と同額)が採用されることになった。何れにしても、公表前の市場株価に対して相応の比率のプレミアムが付された公開買付価格を事後において「ナカリセバ価格」を超えるのは容易ではない。なお、「プレミアム率」の算定の基礎となる「客観的価値」は、ジュビターテレコムでは報道日前の1か月間の終値平均の 79,824 円であり、東宝不動産は公表日以前の1か月間の終値平均で 522 円となる。

きと提案する。しかし、例えば東宝不動産事件地裁決定で採用された二変数の多重回帰モデル等のように、より市場データと当てはまりの良いモデルを追求する努力は、それに見合う効果があれば否定はしない⁽¹⁹⁷⁾。何れにしても「ナカリセバ価格」については、特に株式市場全体が上昇している場合は株主側が主張すると予想されるが、今後さらなる議論の深化が期待される。

最後に松尾橋梁事件 (2009 年 5 月 18 日が公開買付けの公表日) を検討する。先の二事件のように 2013 年の株式市場全体が大きく上昇した時期とは異なり、公開買付けの公表日後の市場全体の上昇がさほど大きくなく、裁判所は「客観的価値」に対して 10% 程度の補正をしたにすぎない。「本稿の検証用モデル」によれば、「ナカリセバ価格」(109.8 円) が公開買付価格 (122 円) を大きく下回るとい程度の上昇相場でしかない。よって、「二基準間の選択的行使」による算定方法では「シナジー分配価格」が選択されるが、それは公開買付価格の 122 円ではない。同事件では裁判所はシナジー分配を修正しており、プレミアム率を 37% (公開買付価格が 122 円の場合) から 43% へと変更し、そこから算定される価格の 127.3 円 (修正公開買付価格) が本稿で「公正な価格」および「公正な取得価格」として算定される結果になる (図表 5-15)。ただし、近時の最高裁決定 (最一小決平成 28 年 7 月 1 日) の判断枠組みをそのまま適用し、企業買収の一連の手続が公正と認定されれば、公開買付価格 (122 円) と同額をもって決定価格とされる可能性は高く、仮に 122 円をもって「シナジー分配価格」とすると、「ナカリセバ価格」を上回るから「公正な価格」は 122 円になる。

(2) プレミアム率とオプション価値 (期間) のトレードオフ

ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件のように、株式市場全体が大きく上昇するような特別な相場状況を除けば、大半の事案において、公開買付けの公表日後から全部取得日までオプションは OTM の状態で推移すると予想される。OTM の場合には、オプションの公正価値がゼロに近いから、そのようなオプションの濫用を気にすることはない。直前の市場株価に載せられたプレミアム率の多寡にも依存するが、仮にプレミアム率が 30% とすれば、公表日以後全部取得日までの期間に「ナカリセバ価格」が公開買付価格に到達する (ITM の状態) には、30% 上昇する必要がある。それは、「ナカリセバ価格」算定の基礎となる市場株価指数 (例えば TOPIX や JASDAQ INDEX など) が公表日

以後おおそ 30% / β 上昇する必要がある⁽¹⁹⁸⁾、これは $\beta = 1$ で 30%、 $\beta = 0.5$ で 60%あるいは $\beta = 1.5$ では 20%となる。このように公開買付けの公表日から全部取得日まで期間や当該銘柄のリターン・ボラティリティ（変動性）あるいは市場感応度（ β ）の大きさにもよるが、通常の相場環境においては公表日直前の市場株価に対して相応のプレミアム率が載せられている公開買付価格を「ナカリセバ価格」が超える確率は高くないと予想される⁽¹⁹⁹⁾。よって、オプションは OTM で満期日（全部取得日）を迎える確率が高いためオプション価値は低く、反対株主によるオプションの濫用を懸念する必要はない。なぜなら、濫用する株主にとっては株式市場全体あるいは TOPIX が全部取得日までに 30% 以上も上昇すると予想するのであれば、公開買付価格にさや寄せされて変動しない買収対象会社の株式を保有せずに売却し、同額の資金で他銘柄の株式を購入の方が投資効率は高いからである⁽²⁰⁰⁾。

企業買収等をする側にとっては、全部取得日においてオプションが ITM とならない程度の行使価格にする、すなわち公開買付価格を高めに設定するほど理論的にはオプション価値を低めることができる。ジュピターテレコム事件最高裁決定によれば、公開買付価格については、手続的に公正な取引を前提として多数株主と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるとして、さらに「上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる。」と判示している⁽²⁰¹⁾。これは、公表日以後の市場価格の変動リスク（変動性またはボラティリティ）はある程度の範囲で予測可能であって、それを事前に考慮して公開買付価格が決定されているとも解釈できる。裁判所は企業買収の一連の取引が公正であれば、事後の事情をもって「事前」の「シナジー分配価格」である公開買付価格に介入すべきでない。しかし、企業買収等を行う側は「事後の事情」であっても、事前に予測可能な範囲内で公開買付価格に（事前に）織り込むことがある程度可能であればそうすべきである。

学説には少数であるが、価格決定において事後の事情を考慮してもよい、すなわち株式が強制取得される取得日（会社法 171 条 1 項 3 号）までの一般的な株価変動をおよそ無視すべきではないという見解がある⁽²⁰²⁾。その論拠は、公開買付けから全部取得までの一連の手続にかかる期間を短縮することによって反対

株主による投機の弊害は緩和でき、公表日後の予期しない変動にさらされる余地が減じられるからである⁽²⁰³⁾。ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件を比較すると、公開買付けの公表日から全部取得日までの一連の取引に要した期間はそれぞれ191営業日と117営業日になっており⁽²⁰⁴⁾、東宝不動産事件の方が期間は短い。両者とも二段階買収という同種取引にもかかわらず、これだけ取引期間に差があると、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用した「公正な取得価格」に内在するオプションの時間的価値にも大きな影響が生ずる。つまり、同期間が長期化するほどオプション価値が増加し、企業買収をする側にはペナルティのように作用する。よって、この期間を短縮するほどオプション価値を減価できるため、企業買収をする側には、一連の取引にかかる期間をより短縮しようとする誘因が働き、その結果全部取得される株主も不安定な地位に置かれる期間が短縮され、それが少数株主保護につながるという仕組みになる⁽²⁰⁵⁾。

(3) ジュピターテレコム事件の回帰モデルに関する問題点

ジュピターテレコム事件（以下「本件」という。）で使用されたマーケット・モデルでは、①説明変数の選択（市場指数選択またはその修正の有無など）、②裁判所のモデル選択における裁量、③補正株価の予測期間と決定係数（モデルの当てはまり）との関係における問題点の三つが指摘できる⁽²⁰⁶⁾。ここでは①説明変数の選択と②裁判所のモデル選択における裁量について検討する。

最初に、①説明変数の選択（市場指数選択あるいはその修正の有無など）であるが、これについては、本件で採用された回帰モデルの説明変数として、修正のないジャスダック指数収益率を使用するのか、それともジュピターテレコムの影響を取り除いた「修正ジャスダック指数」の収益率を使用すべきかが問題となる。後者で修正すべき論拠は、ジュピターテレコムのジャスダック指数に占める株式時価ウェイトがおおよそ6%から7%と大きく、市場指数の変動に大きな影響を与えるため、それを取り除く必要があるからである。これにより、回帰モデルの決定係数が0.027と大きく低下するが、一見すれば理論的な処置のようにも思える。

しかし、「ナカリセバ価格」を算出するための補正目的からすると、分析対象銘柄そのものを市場指数から除外（「ナカリセバ」）する方法が妥当か否かは疑

間である。「ナカリセバ価格」の解釈を本件に適用すれば、当該企業または銘柄自体が存在することを前提として、公開買付けとその後の全部取得が「ナカリセバ」形成されたであろう価格であるから、当該銘柄を含んだ（修正のない）ジャスダック指数を使用すべきである⁽²⁰⁷⁾。裁判所が採用した単回帰モデル（モデルⅠ）は、このような「ナカリセバ価格」に関する学説の解釈と整合しない⁽²⁰⁸⁾。結論としては、裁判所で採用されたモデルは「ナカリセバ価格」における会社法学説の解釈と適用を誤っている可能性があるため、本稿では、その欠点を排除したより簡便な検証用モデル（モデルⅡ）を「ナカリセバ価格」算定のために用意した⁽²⁰⁹⁾。

次に、②裁判所のモデル選択における裁量の問題であるが、本件で裁判所が不採用としたモデルについては、その理由として、ジャスダック指数とジュビターテレコム市場株価との相関関係、業界インデックスが個別的事情で大きく変動したこと、データを除外するためのダミー変数に効果が認められないことなどが挙げられており⁽²¹⁰⁾、消去法であればこのモデル選択における裁判所の判断は無難のようにもみえる⁽²¹¹⁾。さらに、③の補正株価の予測期間と決定係数（モデルの当てはまり）との関係における問題点の論点にも関連するが、自由度調整済み決定係数が0.027と非常に小さく、このようなあてはまりの悪い回帰モデルを長期にわたる予測期間で適用し補正株価を算定してよいかという指摘がある⁽²¹²⁾。もっとも、先の2節の事例研究でも触れたように裁判所が採用した回帰モデル（モデルⅠ）は「ナカリセバ価格」に関する会社法学説の適用を誤っているためその議論は問題とならない。

(64) 「ナカリセバ価格」算定のための回帰モデルについては、別稿にて詳細に検討している。

東宝不動産事件については、拙稿「東宝不動産株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』と『公正な取得価格』の探究」青山社会科学紀要 44 巻 2 号 (2016) 1-38 頁がある。ジュビターテレコム事件については、拙稿「ジュビターテレコム株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号 (2015) 15-52 頁で詳細に検討している。また、松尾橋梁事件については、拙稿「松尾橋梁株式買取価格決定申立事件における補正株価算定と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の探究」青山社会科学紀要 45 巻 2 号 (2017) 1-37 頁で詳細に検討している。

(65) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注(64) 34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕、東京高決平成

28 年 3 月 28 日・前掲注② 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕。

(66) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注② 42 頁〔ジュピターテレコム事件地裁決定〕, 東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注② 63 頁〔ジュピターテレコム事件高裁決定〕, 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(67) 両事案における補正には「回帰分析的手法」が採用されている。「回帰分析的手法」については弥永・前掲注⑤ 191 頁で唱えられたものである。これは統計学や計量経済学における用語というよりも、むしろ会社法学説では株式買取請求における価格決定の文脈で使われる言葉である。裁判例としては株式買取請求の事案ではあるが、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕によって「回帰分析的手法」による「ナカリセバ価格」が認められている。株式取得価格決定での「回帰分析的手法」の採用について、吉村一男「MBO と少数株主利益——MBO における少数株主は十分に補償されているか」企業会計 62 巻 10 号 (2010) 91 頁は、「客観的価値については、少なくともマーケット・モデルによる回帰分析を用いて算定する等、経済学に基づく分析結果を科学的証拠として裁判過程で積極的に採用し、会社と株主の双方に目配りしたバランスのとれた運用にする必要があると思われる。」と提言する。ここで重要なのは「客観的価値」の算定にまで「回帰分析的手法」を適用すべきと射程を広げて指摘した点である。

(68) 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日・前掲注② 38 頁〔松尾橋梁事件地裁決定〕, 大阪高決平成 24 年 1 月 31 日・前掲注② 32 頁〔松尾橋梁事件高裁決定〕。また評釈としては、鳥山恭一「少数株主の締め出しと価格決定申立て 松尾橋梁株式会社事件」法学セミナー 699 号 (2013) 143 頁がある。

(69) このような算定は、全部取得日を算定基準日として、田原補正意見の定式を忠実に適用したという点では誤りではない。しかし、同算定枠組みを全部取得日に適用することは、補正とプレミアムがダブルカウントされることになり、全くもって誤った価格算定となる。せっかく統計的手法を用いて「客観的価値」が算出されても、その後のプレミアムが裁判所によって裁量的に決定されるならば、結局は「公正な取得価格」が裁判所の裁量でいかようにでも決定できてしまうことになる。つまり、「客観的価値」にある程度の予測可能性があったとしてもプレミアムについては予測可能性がないから、結局のところ「公正な取得価格」に対する裁判所の価格決定の予測可能性がなくなるおそれがある。もっとも予測可能性という点で、近時出された最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕と東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注② 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕においては、下級審決定または地裁決定における価格決定の問題点(プレミアムのダブルカウント)は是正されたといえよう。

(70) 東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注② 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕。

(71) 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(72) 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日・前掲注② 38 頁〔松尾橋梁事件地裁決定〕, 大阪高決平成 24 年 1 月 31 日・前掲注② 32 頁〔松尾橋梁事件高裁決定〕。なお、事例研究としては、拙稿(青山社会科学紀要 45 巻 2 号)・前掲注④ 1-37 頁があり、本節は同拙稿に基づいている。また、

評釈として、泉田栄一「組織再編等と株式買取請求権（Ⅲ）」法律論叢 87 巻 2・3 合併号（2014）27-31 頁（「松尾橋梁事件」）がある。

- (173) 拙稿（青山社会科学紀要 45 巻 2 号）・前掲注(64) 36 頁の巻末の「付録」でパラメータ推定のための回帰分析の結果を提示している。
- (174) 市場株価は全部取得日に近い市場取引最終日まで、全部取得価格にサヤ寄せされるような価格推移となるが、市場株価と全部取得価格には若干の差がある（図表 5-4）。また、「シナジー補正価格」として、公開買付価格と同額の全部取得価格が使用できるのは、あくまで裁判所が公開買付価格（または全部取得価格）を公正であると判断することが前提条件となる。公正でないと判断した場合は、裁判所によって変更された価格をもって「シナジー補正価格」とする。
- (175) 拙稿（ソフトロー研究 25 号）・前掲注(6) 1-55 頁および拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注(3) 1-49 頁に示すように、「シナジー分配価格」を算定する場合には、市場株価をそのまま採用すべきではなく、公正なシナジー分配の結果を織り込ませるようにシナジー補正した「シナジー補正価格」を使用すべきである。
- (176) 市場株価は全部取得日に近い市場取引最終日まで、全部取得価格にサヤ寄せされるような価格推移となるが、市場株価と全部取得価格には若干の差がある（図表 5-4）。また、全部取得日における「シナジー補正価格」としては、全部取得価格を参照することになる。この全部取得価格は、事前に公開買付価格と同額で全部取得することが公表されていれば、公開買付価格を参照することになる。ただし、これが使用できるのは、あくまで裁判所が公正なシナジー分配がなされた等、公開買付価格を公正であると判断することが前提条件となる。裁判所が公正でないと判断した場合は、本件のように、シナジー分配の内容にも介入し、公正とされる公開買付価格に変更する。この変更後の公開買付価格を参照した全部取得価格が取得日における「シナジー分配価格」となる。
- (177) 拙稿（青山社会科学紀要 45 巻 2 号）・前掲注(64) 23-26 頁で、「シナジー分配価格」を修正した「修正公開買付価格」の算定根拠が提示されている。
- (178) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注(29) 42 頁〔ジュピターテレコム事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注(29) 63 頁〔ジュピターテレコム事件高裁決定〕、最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注(64) 15-52 頁があり、本節は同拙稿に基づいている。なお評釈として、桑原＝関口＝河島・前掲注(55) 16-28 頁が詳しい。
- (179) 本件における裁判所の重要な判断として、「回帰分析的手法」という技術的な点に目がいきそうであるが、最も重要となることは、このような手法を使用して株価補正をすべきとするものの論拠を示していることである。裁判所は「株式公開買付けや全部取得を行う時期及び具体的な取得価格等の細目について、一次的には買付者及び対象会社によって決定され、少数株主はこれを受け入れるか否かの選択肢しかないのが通常であること等にも照らすと、本件のように株式公開買付けの公表から株式の全部取得がされるまでの間にその株式の『客観的価値』が大きく上昇したと評価するのが相当である場合において、そのような全部取得の手続が行われたことにより、利害関係参加人の株主は上記のとおり変化したと考

えられる本件株式の株価変動による利益を得る機会を失ったというべきであり、これを少数株主の負担に帰することは相当とはいえない。」と判示して、単なる「値ごろ感」から「回帰分析的手法」による補正株価を採用したわけではなく、少数株主の機会損失や少数株主保護を論拠としたことを明確にしている。

(80) 詳細な議論は、拙稿（青山社会科学紀要 44 卷 1 号）・前掲注(64) 35-39 頁を参照。

(81) 東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注(29) 63 頁〔ジュピターテレコム事件高裁決定〕。

(82) 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注(4) 1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

(83) 拙稿（青山社会科学紀要 44 卷 1 号）・前掲注(64) 15-52 頁は、ジュピターテレコム事件についての「回帰分析的手法」について回帰モデルにおけるモデル選択について詳細に議論している。

(84) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注(29) 42 頁〔ジュピターテレコム事件地裁決定〕参照。

なお、決定文には本稿にあるような数式が記述されているわけではなく、「文章」で記述されたものを数式（単位をパーセント表示）で記述した。

(85) 拙稿（青山社会科学紀要 44 卷 1 号）・前掲注(64) 43 頁「図表 3-11 主要日における市場株価と各種モデル毎の予測株価の値」の表を改良し作成した。

(86) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注(28) 34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕、東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注(28) 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 44 卷 2 号）・前掲注(64) 1-38 頁があるが、本節（3 節）は同拙稿に基づいている。

(87) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注(28) 34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕。

(88) 飯田・私法・前掲注(26) 44 頁は、「参照株価をマーケットモデルで補正し、さらにその価格に対する適切なプレミアムを裁判所が考えてこれを上乘せするという算定方法は、かなり擬制的であることも合わせて考えれば、…」として、ジュピターテレコム事件（地裁および高裁決定）や東宝不動産事件（地裁決定）における価格決定の方法が「かなり擬制的」とであると批判する。同様に、田中・補正・前掲注(26) 113 頁は、意思決定時に予測できないような事情に基づき（つまり、後知恵により）取引の公正さの判断については取得価格の決定をすることは、反対株主に過剰な保護を与えるものであり、投機の弊害をもたらしてしまうと批判する。

(89) 拙稿（青山社会科学紀要 44 卷 2 号）・前掲注(64) 32-34 頁参照。

(90) 東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注(28) 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕。

(91) 田中・事例・前掲注(18) 417 頁注(25)は、ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件の両方にふれ、「これらの裁判例は、非公開化取引に関する意思決定後の市場全体の株価変動という、取引の当事者には予測し得ない後発事情に基づいて取得価格を決定した点で、問題があると考えている。」と批判する。別の見解としては、神田・前掲注(78) 888 頁は、事後の市場株価変動に応じた補正をするのであれば、それは上方だけでなく下方への補正もあると指摘する。

(92) 田中・補正・前掲注(26) 113 頁は、「不動産の時価は基本的にその収益性を反映して決まるものであるから、当該時価を基礎とする時価純資産法に基づく株価評価と比べ、DCF 法に

よる株価評価が著しく下回っている場合、後者の評価の基礎とされたキャッシュ・フロー予測の合理性に疑義を呈しうる。本件では、裁判所はこうした点を含め、手続の公正さについてより慎重に検討するべきだったのではないか。」と疑問を投げかけている。

(93) 東宝不動産事件における「回帰分析的手法」については、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 2 号）・前掲注(94) 1-38 頁があり、同事案に関連する議論として、池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価』（中央経済社、2016）143-147 頁がある。

(94) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注(95) 34 頁〔東宝不動産事件地裁決定〕。なお、決定文には本稿にあるような数式が記述されているわけではなく、「文章」で記述されたものを数式（単位をパーセント表示）で記述した。

(95) 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 2 号）・前掲注(96) 35 頁「図表 4-3」の表を改良し作成した。補正株価あるいは「ナカリセバ価格」は同図表からの数値に基づいている。

(96) 図表 5-15 では「裁判所の採用したモデル」を、ジュビターテレコム事件は「地裁・高裁採用モデル」に、東宝不動産では「地裁採用モデル」としている。

(97) 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）70 頁は、「短期間のナカリセバ価格の推定についてはマーケット・モデルを使うことで割と簡単に行えるけれども、長期間にわたってナカリセバ価格を推定することには、いろいろと問題がある。」として、特に長期間の場合は「マルチファクターモデルを活用した推定（たとえばマッチングが一案）が望ましいであろう。」と果敢に指摘する。

(98) ここで β とはマーケット・ベータとも呼ばれるが、市場指数の収益率（変動率）に対する当該株式の感応度を表すものである。これが高いほど市場全体の変動に対して敏感に反応することを意味する。また、マーケット・モデル（回帰モデル）にある回帰係数 β と同じ意味であり、その推定値として算定される。

(99) 東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注(100) 32 頁〔東宝不動産事件高裁決定〕によれば、アベノミクスの上昇相場クラスの上昇頻度に関する証拠資料が当事者から提出され、それについて裁判所は「本件公表後に株式市場全体的大幅な上昇がみられたが、本件公表日から本件取得日までの営業日数である 117 営業日の間に株式指数に 25% 以上の変動が生じた回数は、過去 30 年間に日経平均株価については 21 回、TOPIX については 18 回生じたことが認められ（乙 110）、そのことからすると本件に見られた株式市場全体の上昇が、価格決定において格別の検討を要する希有な事態であるとはいいい難い。」として、同事案における上昇相場はけして「希有な事態」ではないと判断した。実際、東宝による東宝不動産への公開買付価格は、プレミアムが 41% とかなり高いこともあり、117 営業日で 41% の上昇というのは、よほどの上昇相場でない限り「ナカリセバ価格」が公開買付価格を超えることは難しいだろう。

(100) 合理的な投資家であれば、公開買付けの公表日後に急騰し公開買付価格にサヤ寄せされた市場株価で売却するであろう。何故なら、その後の市場株価が公開買付価格にサヤ寄せされた後の株式の期待収益率は上場廃止までほぼゼロと予想されるためである。よって、純粋に投資目的の経済合理的な投資家にとり、その後も引き続き当該銘柄を保有するという選

損益はないと考えられる。

(101) 藤田・前掲注(7)50 頁は、裁判所が「上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえることができる。」としたことに対して、最高裁決定の結論には賛成であるが、理由付けに疑問を呈するとして、さらに「将来の市場動向についての公開買付け時点での予想を反映する形で公開買付け価格が設定されたということと、その後実際に生じた市場動向を勘案して『補正』を行うこととは、それ自体としてはなんら矛盾しない。」と批判する。しかし、事前に予想したものを事後の事情で修正するのは問題があるが、事前における事後の予想それ自体公正な見積もりであれば尊重しても良いと思われる。

(102) 鳥山恭一「補正によるキャッシュ・アウトの公正な価格 東宝不動産株式会社事件<最新判例演習室／商法>」法学セミナー735号(2016)111頁は、2014年の会社法改正で導入された、「特別支配株主の株式等売渡請求権」の制度(会社法179条以下)は、株主総会を不要にして期間を短縮することが目的の一つであると指摘する。

(103) 鳥山恭一「二段階の企業再編における株式の公正な価格 株式会社ジュピターテレコム事件<最新判例演習室／商法>」法学セミナー741号(2016)113頁は、最高裁決定で触れられた公表日後の「予期しない変動が生じた」と認めるに足りる特段の事情」に関連して、「予期しない変動」が生じる余地を本来は二段階の企業再編に要する期間を可能なかぎり短縮することにより減少させるべきと主張する。

(104) 公開買付けの公表日から全部取得日までの一連の取引に要した期間は、ジュピターテレコム事件はおおよそ9か月で、東宝不動産事件はおおよそ6か月となる。藤田友敬「公開買付け前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」金融商品取引法研究会研究記録第58号(2016)44頁(神田発言)は、これらの期間が示すように日本における二段階買収の事案は取引期間が長すぎるのではないかと指摘する。

また、両事案の公開買付け価格に対するプレミアム率は、それぞれ54.1%と41%であり、東宝不動産の方が低いプレミアム率のようだが、一連の取引にかかった期間が東宝不動産の方が短いので、それを年率換算(年営業日246日)で調整すると、それぞれ69.7%と86.2%となり、後者の東宝不動産の方が年率換算プレミアム率は高い。つまり、単純な比較は難しいのだが、東宝不動産の方が、一連の取引にかかった期間が短い上に、期間を調整したプレミアム率も高く、その点で、より株主に配慮した手続を踏まれたといえる。結果的に、株式市場全体が大きく上昇したこともあり、このプレミアム率があまり議論とならなかったように思われるが、通常の相場であれば、十分に高いプレミアム率であり、そういった点も手続的な公正性として考慮されるべきである。

(105) もっとも公開買付けと二段階目の取引の短縮化は、二段階目で株主総会を不要とするなどの法制度によって対処すべき課題でもある。しかし、同じ法制度であっても、個別事案によっては取引期間が大きく異なっている。ジュピターテレコムの事案のように、長期化するだけ少数株主は不安定な状態に置かれる。企業買収する側も努力はしていると思われるが、結果として取引期間が長期化する場合にペナルティのようなものが課されることにより、取引期間を可能な限り短縮させようとする誘因が働くが、これはあくまで、二次的な効果と

して期待されるにすぎない。

- (206) 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注(164) 44 頁参照。
- (207) もっとも当該銘柄の影響を取り除いた市場指数を使用したモデルⅠにも利用価値がないわけではない。用途は不明であるが、ジュビターテレコム株式が上場廃止した後の予測株価を推定するためには、モデルⅠが理論的である。なぜなら、補正期間（予測期間Ⅱ）では、当該銘柄上場廃止に伴い市場指数には当該銘柄が組み込まれていないから、推定期間においても当該銘柄が存在しない状態にジャスダック指数の収益率を修正したものを使用するのが理論的だからである。
- (208) 森田果「あえて言う、カスであると！——会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路——江頭憲治郎先生古稀記念』（有斐閣、2017）522 頁は、株式買取請求や虚偽開示に関連してマーケット・モデルを構築する場合は、「仮に、特定のイベント（＝組織再編や虚偽開示など）が存在していなかったとしたならば、どのような株価が成立したであろうか？」という反事実（counterfactual）を構築するのが目的であるという。本件における反事実、「仮に、公開買付け（二段階買収）がなかったとしたら、どのような株価が成立したであろうか？」ということになる。しかし、修正ジャスダック指数を使用したモデルⅠでは、先の反事実、「仮に、ジュビターテレコムがジャスダック市場に上場していなかった（あるいは上場廃止であった）としたら、どのような株価が成立したであろうか？」という反事実が追加されるが、これは明らかに誤った反事実の構築である。よって、地裁決定で採用されたマーケット・モデル（モデルⅠ）には誤りがある。
- (209) 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注(164) 48-50 頁参照。
- (210) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注(209) 60 頁は、「ダミー変数を用いることが、推定期間中の他の取引日との関係で、市場全体の株価の動向が本件株式に与える影響を検討するために適切な選択であったことを認めるに足りる十分な証拠があるとはいえない。」として、裁判所はダミー変数の効果を否定する。
- (211) 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注(209) 60 頁は、モデル選択理由として、裁判所は「そのほかにより適切なマーケットモデルは見当たらず、合理性のある本件取得日における株価の予測方法は提示されていない以上、上記マーケットモデルを採用することは、決定係数が低いことを考慮しても、裁判所に委ねられた合理的な裁量の範囲にあるというべきである。」とする。また、森田果「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」東北ローレビュー 3 号（2016）30 頁は、「両当事者から対立する内容の統計的手法に基づく分析が提出された場合において、裁判官に対し、いずれかより『適切』な分析と言えるのかの判断を迫ることは、かなり酷な仕事を押しつけることになろう。」とし、本件にも当てはまる部分がある。
- (212) 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注(164) 16-17 頁参照。また、藤田・前掲注(77)49 頁注(5)は、決定係数の低いモデルで「補正」を行ってよいのかという問題提起をしている。さらに、池谷誠「わが国訴訟における回帰分析の利用と課題——近時の事案を振り返って——」商事法務 2110 号（2016）32 頁も、予測期間が長くかつ決定係数の低いマーケット・

モデルを利用することの意味を問う必要があると指摘する。

VI 結論と検討課題

本稿では、「二基準間の選択的行使」による算定方法を、企業買収等の対価が現金か株式かによらず、また価格決定裁判の法形式の相違によらず統一的に適用すべきであると提案した。さらに本稿後半では、異なる法形式の価格決定に同算定方法を実際に当てはめ、統一的に適用可能であるかを事例研究によって検証した。以下に、本稿での重要論点をまとめた上で結論とし、さらに今後取り組むべき検討課題を提示する。

1 まとめと結論

(1) 「二基準間の選択的行使」による算定方法のまとめ

二段階目の買収で少数株主への対価が親会社株式であるか現金であるかによって、企業買収等の手続や株式価格決定裁判の法形式が異なり、特に決定価格の算定方法に違いが生ずる。しかし、企業買収等を行う親会社にとっては完全子会社化という目的は同じであるから、対価が現金か株式かの違いに関わらず両価格の算定方法には整合性あるいは一貫性を持たせるべきである⁽²¹³⁾。さらに、公開買付前置型の二段階買収かあるいは一段階買収かの違いに依存せず、統一的かつ連続的に適用できる算定方法が望まれる。そこで本稿は、株式買取請求・価格決定において、算定基準日における「ナカリセバ価格」と同じく「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択して「公正な価格」または「公正な取得価格」とする「二基準間の選択的行使」による算定方法を提案するが、それを一つの定式で表すと以下ようになる。

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{「公正な価格」} \\ \text{「公正な取得価格」} \end{array} \right\} = \max \left(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{「シナジー分配価格」} \right)$$

そして、「公正な価格」の場合は上の式をそのまま適用できるが、「公正な取得価格」の場合には、事後の「シナジー分配価格」は、算定基準日である全部取得日における取得価格（全部取得価格）になる。これは公開買付価格と同額になる場合が多いが、公開買付価格が公正ならば、それを参照した全部取得

価格は公正である。これを先の式に代入すると全部取得が行われた日における「公正な取得価格」は、

$$\text{「公正な取得価格」} = \max (\text{「ナカリセバ価格」}, \text{全部取得価格})$$

と表せる。これは算定基準日における「ナカリセバ価格」が全部取得価格（公開買付価格）を超えた場合は、「ナカリセバ価格」が採用され、超えない場合は全部取得価格が採用されることを意味する。

この算定方法の前提条件としては、企業価値の増加または不増加の判定を行わないことである。その理由は、第一に、裁判実務として利用可能な判定の方法論が確立していないこと、第二に、「二基準間の選択的行使」による算定方法自体が間接的にその機能を代替していることである。第一の理由については、近時の価格決定裁判におけるジュピターテレコム事件最高裁決定において、企業価値の増加または不増加に関する明確な判断が示されないまま価格決定されていることから推測できる⁽²¹⁴⁾。また、第二の理由については、現在の会社法学説と最高裁判例によれば、企業買収等において企業価値が増加する場合は「シナジー分配価格」で、不増加の場合は「ナカリセバ価格」が選択されるが、企業価値が増加しても、増加した以上の株主価値の増加が他方当事会社であれば、当事会社の株主価値は逆に減少する。そのような場合でも、裁判所が手続的な公正性を認定すれば、公開買付価格や組織再編比率も公正であると判断され、その公開買付価格や株主価値が減少した状態の市場株価が参照され価格決定されるおそれがある。このように、企業価値の増加または不増加の判定を基礎とする価格決定の規範は構造的な欠陥を含んでおり⁽²¹⁵⁾、また裁判実務における適用可能性に疑問がある。よって、企業価値の増加または不増加の判定における問題点の最善かつ究極の回避策は同判定を行わないことである。

「二基準間の選択的行使」による算定方法によれば、法形式が異なる二つの価格、すなわち「公正な価格」と「公正な取得価格」が数式上統一的に記述できることになる。これにより、対価が現金か株式かによらず同じ完全子会社化にかかる二種類の裁判への価格決定に整合性を担保させることが可能となる。さらに、この算定方法によれば、企業価値の増加または不増加の判定をする必要がなく、その結果裁判所の誤判定のリスクもなくなり価格決定の予測可能性が

高まる。さらに、裁判の両当事者および裁判所にとっても審理の負担が減少するから訴訟経済にも資すると予想される。

本稿の一連の個別具体的な事案の検証において、「ナカリセバ価格」の算定のために回帰モデルが使用されたが、検証結果から複数タイプある回帰モデルからの選択次第で「ナカリセバ価格」の算定価格が変わる。このような場合、裁判の両当事者から異なる回帰モデルを使用した「ナカリセバ価格」が主張される可能性が高く、裁判所は回帰モデルの内容にまで踏み込み、より妥当と判断するモデルを選択するように努めるべきである。モデル選択という技術的な点に関しては、裁判所の「合理的な裁量の範囲内」であるとはいえ、予測可能性が高く訴訟経済にも資するような単純なマーケット・モデルを採用すべきである。

(2) 結論

本稿は、両当事会社の経営判断あるいは企業買収等における手続重視の傾向には、部分的には肯定的ではある。これはあくまで公開買付価格（現金対価の場合）や組織再編比率（株式対価の場合）の公正性を判断する場合に限定される。つまり、手続の公正性から導出できるのは「公正な価格」や「公正な取得価格」そのものではなく、あくまで「シナジー分配価格」を算定するための基礎となる組織再編比率または公開買付価格である。近時の最高裁決定（最一小決平成28年7月1日）にある手続的公正性の重視というチェック機能だけでは、少数株主保護という制度趣旨を実現することはできず、むしろ逆に、このことが公開買付けにおける少数株主への強圧性の問題として顕在化している。

株式買取請求権には公開買付けにおける強圧性を解消する機能が期待されており⁽²¹⁶⁾、これを解消するためには本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法を株式買取請求権の枠組みの中に取り込むべきである。手続的な公正性から公正とされるのは「公正な取得価格」ではなく、あくまで「シナジー分配価格」（公開買付価格）であり、同算定方法では、それと「ナカリセバ価格」の何れか大きい方が公正な価格とされる。少数株主にとっては、同算定方法に内在するオプション（選択権）によって、より有利な価格決定がなされるという期待が持てるから、少数株主の強圧性の問題は緩和される。これは旧商法から導入されている「ナカリセバ価格」によるスクリーニング機能が間接的では

あるが考慮されることを意味する。すなわち、本稿で提唱する「二基準間の選択的行使」による算定方法、すなわち「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択する算定方法は、「シナジー分配価格」によるチェック機能を取り込みつつも、「ナカリセバ価格」が持つスクリーニング機能をも担保し、同時に強圧性も緩和できる可能性があるから、より少数株主保護という株式買取請求権の制度趣旨に添うものと期待できる。

なお、「二基準間の選択的行使」による算定方法にはオプションが内在しており、これが少数株主による機会主義的行動や株式買取請求権の濫用により、特に株主総会に反対する株主が増えたときに株主総会決議が承認されなくなる可能性が学説で懸念されている⁽²¹⁷⁾。しかし、そのような懸念が顕在化する程オプションの価値が少数株主にとって大きくないことを本稿では提示した。それよりもむしろ、このオプション性こそが平成 17 年会社法改正で株式買取請求権制度に導入されたシナジー分配の立法趣旨を運用面で担保するために不可欠であり、株式買取請求権の制度趣旨である少数株主保護の要諦となることを改めて強調したい。まさに株式買取請求権という権利の経済的な価値を徴表するのがこのオプションであって、これは企業買収をする側には取得時期、取得対価の種類、さらにその取得価格を任意に設定できるという有利な裁量権や選択権という「オプション」を持つことに対する少数株主への補償という解釈もできる。しかし、近時の最高裁決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）ではそれを無価値にするような価格決定となっているが、これは旧商法から継続してきた日本商法学説の叡智である「ナカリセバ価格」を完全に無視した価格決定であり、受け入れられるものではない。

本稿の結論は、「二基準間の選択的行使」による算定方法を株式買取請求制度にかかる価格決定裁判において適用し、企業買収等の対価が株式か現金かによらず、また価格決定裁判の法形式によらず統一的に適用し、整合的な価格決定をすべきとするものである。近時の最一小決平成 28 年 7 月 1 日は、企業買収等をする側の予測可能性を重視するあまり少数株主への強圧性が顕在化する決定である。それを少数株主保護へと修正すべきであるが、まさにこのオプションを内在させた算定方法を適用することで達成される可能性がある。すなわち、企業買収等を行う側の予測可能性と少数株主保護のバランスが、まさにこのオプションを内在させた「二基準間の選択的行使」による算定方法で可能になる

と期待される。

2 検討課題

(1) MBO（経営者による自社の買収）に範囲を広げた統一的適用

本稿は、上場会社同士の組織再編や親子会社間における完全子会社化にかかる事案を対象とするものである。MBO（経営者による自社の買収）では会社同士の企業買収等とは異なり、理論的にはシナジー効果がない代わりに対象会社における「企業価値増加分」の公正な分配が問題となる。その場合、本稿で多用してきた「シナジー分配価格」という用語を使用するのはミスリーディングであるし、シナジーに相当するのが「企業価値増加分」であるが、これを公正に分配した価格を「シナジー分配価格」として置き換え、本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法にそのまま適用していいかが問題となる。単に価格を算定するだけであれば、技術的には可能であるとはいえ、その算定結果の解釈には、より理論的で説得力のある根拠を提示する必要がある。

これまでの学説においては、「一般に、全部取得条項付種類株式の全部取得は、株式の併合あるいは金銭を対価とする株式交換と経済実質はほぼ同じであり、単に法形成の相違だけによって、反対株主に与えられる救済内容が異なるとすることは合理的でない。」⁽²¹⁸⁾というのが通説的見解であるが⁽²¹⁹⁾、価格決定という観点で、特に MBO と完全子会社化のそれぞれの場合を切り分けて議論すべきという見解は少ない。本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法において、少なくとも現金対価の企業買収というくくりで統一的に適用することは、価格算定といった技術的な点に限定すれば問題ではないと思われる。しかし、MBO と完全子会社化のように、現金対価の二段階買収で経済的にも法形式的にも同一ではあるが、少数株主保護という観点から両者を全く同一として取り扱うことが妥当か否かは、さらに理論的な検討が必要となる⁽²²⁰⁾。

MBO については特に経営者（あるいは取締役）と少数株主との間の利益相反という問題は依然として存在するから、少数株主保護という観点から両者を同一として取り扱うことが妥当か否かは、さらに理論的な検討が必要となろう。この点について、将来的には、支配株主等の行為義務・責任、対象会社取締役の行為義務・責任のルールを立法論・解釈論によって明確にするなどして、利益相反的な行為の問題に対応すべきとの提言がある⁽²²¹⁾。理論的には会社同士の

企業買収や組織再編とは異なり、そもそもMBOは「シナジー効果」が生じないから、本稿で多用してきた「シナジー分配価格」という用語を使用するのはミスリーディングである。あえてシナジーに相当するのが「企業価値増加分」であるが、これを公正に分配した価格を「シナジー分配価格」として置き換えてよいかという問題もある。何れにしても、MBOについて本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法を使用するためには、より理論的な根拠を提示する必要がある。

(2) 「二基準間の選択的行使」による算定方法の経済学的な裏付け

本稿における「二基準間の選択的行使」による算定方法の提案は、これまでの判例と学説の解釈を基礎として組み立てられたものであり、経済学といった会社法学における隣接諸科学を出発点としたものではない。例えば、「二基準間の選択的行使」による算定方法が経済学な観点からなぜ優れているのかという問いが予想されるが、本稿はそれに対する回答を用意していない。しかし、「二基準間の選択的行使」による算定方法と類似の算定方法が経済学的な均衡にあることが報告されている⁽²²²⁾。そこでは、Amihud等(2004)⁽²²³⁾のモデルを引用して、公開買付価格と公開買付前の株価のうち大きい方の値で全部取得(フリーズ・アウト)を実行しなければならないというルールにすれば、フリーライドと強圧性の問題も解消できるから効率的買収は成功し非効率的買収は失敗する、という効率性からは理想的な状況が均衡になるという⁽²²⁴⁾。また、Amihud等のモデルは、二段階買付の場合において公開買付価格と同額を株式買取請求権の買取価格とすべきという解釈論の理論的根拠を提供するという⁽²²⁵⁾。

Amihud等のモデルは、公開買付けの公表日前(事前)における「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」(公開買付価格)のうち何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」による算定方法に他ならない。すなわち、同モデルは、公表日前(事前)において、

$$\begin{aligned}\text{「公正な取得価格」} &= \max(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{「シナジー分配価格」}) \\ &= \max(\text{事前の}(\text{「ナカリセバ価格」}, \text{公開買付価格}))\end{aligned}$$

のように表せる。ここで事前の「ナカリセバ価格」は、例えば公表日以前の市

場株価平均による「客観的価値」あるいは単に公表日直前の単日の市場株価を参照して算定される。

この算式による算定方法が経済学的に意味のある均衡の状態であるというが、これに対して本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法は、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」とも算定基準日（全部取得日）における「事後」の価格を参照する。つまり、本稿で提示した定式では算定基準日におけるペイオフで、

$$\begin{aligned} \text{「公正な取得価格」} &= \max \left(\text{事後の「ナカリセバ価格」}, \right. \\ &\quad \left. \text{事後の「シナジー分配価格」} \right) \\ &= \max \left(\text{事後の「ナカリセバ価格」}, \text{全部取得価格} \right) \end{aligned}$$

と表せる。ここで事後の「ナカリセバ価格」は事後の補正株価であり、事後の「シナジー分配価格」は全部取得価格となる。これは、「事前」の両価格で比較する Amihud 等のモデルとは判定時点が異なるものではあるが、この本稿で提案する「事後」の定式にも何らかの経済学的に意味のある均衡状態あるいは最適な状態にある可能性は高いと思われる。その点については今後の学説における議論の深化が期待される。

②13 藤田・前掲注④48 頁は、株式取得価格決定において、価格決定の一般的なフォーミュラは株式買取請求に揃えたほうが一貫するので好ましいという。

②14 同様に最高裁は、組織再編にからむ株式買取請求・価格決定の裁判である、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注(4)1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕においても、企業価値の増加または不増加の判定を明確に示していない。

②15 湯原・前掲注②124 頁注②5も同様な指摘をしており、「組織再編によって、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じるとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。」という理由から、最高裁決定（最三小決平成 23 年 4 月 19 日と最三小決平成 23 年 4 月 26 日）の規範を批判する。

②16 飯田・考慮・前掲注④33 頁参照。

②17 II 章 2 節(4)款を参照。

②18 田中・総括・前掲注①6217 頁。

②19 藤田・前掲注④24-25 頁は、最一小決平成 28 年 7 月 1 日（ジュビターテレコム事件最高裁決定）の射程が MBO の場合も含めてキャッシュアウト一般について及ぶから、価格決定

との関係でも MBO と完全子会社の事案で区別することはないという。また、田中・総括・前掲注⑩217 頁は、「組織再編における反対株主の株式買取請求に係る株式の『公正な価格』についての判例の法解釈は、全部取得条項付種類株式の全部取得、株式の併合あるいは株式等売渡請求における株式の取得（買取、売買）価格決定にも、同様に妥当すると解すべきである。」という。

(20) 加藤貴仁「MBO と親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け——制度と実証』（有斐閣，2016）213 頁は、利益相反の内容や買収者候補の有無など MBO と親会社による子会社の非公開化では対象会社およびその株主を取り巻く状況が大きく異なるから、公正な価格の具体的内容が同じである、または、同じであるべきとは限らないという。

(21) 飯田・考慮・前掲注④8348 頁参照。

(22) 飯田・考慮・前掲注④8306 頁注⑤3 参照。

(23) Yakov Amihud, Marcel Kahan & Rangarajan K. Sundaram, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, 33 J. Fin. 1325-1344 (2004).

(24) 飯田・考慮・前掲注④8306 頁注⑤3 参照。

(25) 飯田・考慮・前掲注④8306 頁注⑤3 参照。

謝辞

本稿は、青山学院大学大学院法学研究科へ提出した 2016 年度の博士学位申請論文の一部分を切り出して、それについて加筆と修正したものである。同申請論文の作成においては指導教員の土橋正教授（青山学院大学法学部）から指導を受けたこと、また審査委員の吉田直教授（青山学院大学法学部）、菊池純一教授（青山学院大学法学部）および泉田栄一教授（明治大学大学院法務研究科教授（当時））からは有益なコメントを頂戴することができ、これに対してこの場を借りて深く感謝する。また、本稿のソフトロー研究への投稿後において、匿名査読者から有益なコメントを頂戴することができたことに深く御礼申し上げる。