

# 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

藤田 友敬

- I はじめに
- II 会社法における株式買取請求権
  - 1 株式買取請求権とはどういう制度か
  - 2 近時の裁判例の判断枠組み
- III 企業価値毀損の判定
  - 1 従来の裁判例に見る企業価値毀損の認定
  - 2 企業価値の毀損と株価
  - 3 市場価格の参照する手法に関する問題
  - 4 イベントスタディによる企業価値の毀損の判定
- IV テクモ事件の検討
  - 1 事件の概要
  - 2 9月4日の公表に対する株価の反応
  - 3 11月18日の公表に対する株価の反応
  - 4 まとめ
- V むすび

## I はじめに

本稿は、会社法に関する裁判における統計的・計量経済学的手法の利用の可能性とその際の注意点について検討するものである。裁判における統計的手法の利用それ自体は、必ずしも新しい現象ではない。公害訴訟等においては、1970年代から侵害行為と損害の間の因果関係の立証方法として統計的手法が利用されてきた(疫学的証明と呼ばれる)<sup>(1)</sup>。しかし会社法の領域における利用については、裁判所もその利用に大きな躊躇を覚えているように思われる<sup>(2)</sup>。統計的な技法の専門性については同じであるにせよ、公害事件における疫学的証明のような自然科学的な因果関係に関する統計の利用に比べ<sup>(3)</sup>、いかなる点に特有の問題があるのか検討することは意味があるように思われる。見慣れないというだけの理由で法律実務がこういった手法を拒絶するという現象は健全とは言えない。

本稿が取り上げるのは、近時紛争が多発している株式買取請求事件における統計的・計量経済学的手法の利用である。後述のように、株式買取請求事件においては、企業価値が毀損したか否かとか、もし組織再編がなかったとすれば×月×日においてその会社の株式の価値はいくらであったであろうかとかいったことが裁判所に問われることになる。そして、これらの点をめぐって、当事者から統計的・計量経済学的手法を用いた主張が出されることがある。その際には、どこまでが統計的・計量経済学的手法の対立であり、どこからがそれ以外の考え方の対立なのかよく整理する必要がある。純然たる法的な解釈問題が、あたかも統計的・計量経済学的手法の技術的な優劣・巧拙の争いであるかのような外観を呈することがあるため注意が必要である。以下では、特にこの点に注意しながら、株式買取請求権の行使との関係で、イベント・スタディの手法により企業価値の毀損の認定を行うことを例に、統計的・計量経済学的手法の利用の可能性について検討することとしたい。

## II 会社法における株式買取請求権

### 1 株式買取請求権とはどういう制度か

まず株式買取請求権という制度がどのようなものかということについて簡単に確認しておこう。株式買取請求権とは、合併等の組織再編が行われる際に、それを承認する株主総会決議に先立って反対の意思表示をし、かつ当該総会において現に反対の議決権を行使した株主は、会社に対して、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求できるという制度である（785条1項、797条1項、806条1項参照）<sup>(4)</sup>。しかし、この制度が反対株主に対して一体何を与えようとしているのかは、なかなかわかりにくい面がある。

仮に株式買取請求権に最低限の機能だけを与えるとするなら、買取請求者が、その時点での株式の価値の払戻を受けて出て行くことを保証する（「公正な価格」＝請求時の公正な時価とする）ルール<sup>(5)</sup>が考えられる。請求時の時価による買取りは、株主が自由に株式を売ることができる限りあまり意味がないが、問題の株式に市場性がない、保有株式数が多すぎ売却により値崩れを起こすなどといった理由から、時価による換金に制約がある場合には、それを保証する機能を果たすことになる。

しかし現行法の株式買取請求権は、これ以上の機能を持つものと理解されて

いる。すなわち株主に対して請求時点の時価での買取を認めるのみならず、それではカバーできない不利益をもあわせて補償させているのである<sup>(6)</sup>。具体的には、①問題の組織再編が企業価値を毀損するものである場合には、それを反映した請求時点での時価ではなくて、毀損がなかった場合の価格(請求時時価+毀損価値分)で買い取る、②組織再編条件が不当なので、「その時点での時価」では不満がある場合には、公正な条件なら得られたであろう価格(請求時時価+得べかりし利益)で買い取ることが認められている<sup>(7)</sup>。①は一種の原状回復、②は一種の履行利益の賠償に似た性格の請求である。従来は①しか認められていなかったが、平成17年改正によって②も認められることになった<sup>(8)</sup>。その限りにおいて、株式買取請求権は株式の時価による換金の保証にとどまらない役割を与えられていることになる<sup>(9)</sup>。

## 2 近時の裁判例の判断枠組み

1で述べたような2つの機能に対応し、おおむね次のような手順で「公正な価格」を決定するのが近時の裁判例である<sup>(10)</sup>。

組織再編で企業価値が毀損されたか、あるいは組織再編条件が公正ではないか、いずれかの事情があるか否かを問題とし、

- ①いずれもない場合には、問題の株式の基準日における時価を買取価格とする<sup>(11)</sup>、
- ②組織再編で企業価値が毀損されたと認められる場合<sup>(12)</sup>には、「ナカリセバ価格」による買い取りを認める、
- ③組織再編条件が公正ではない場合には<sup>(13)</sup>、公正な条件を想定して公正な価格を算出して、それを買取価格とする。

このような裁判所が行う作業との関係で、2つの異なる局面において、計量経済学的手法・統計的手法の利用が考えられる。第1は問題の組織再編で企業価値が毀損されたかどうかの判定においてであり、第2に「ナカリセバ価格」等を考える際に行われる「補整」と呼ばれる作業においてである<sup>(14)</sup>。本稿では前者について検討することにしたい。

### III 企業価値毀損の判定

#### 1 従来の裁判例に見る企業価値毀損の認定

IIで述べた通り、反対株主が基準日における時価以外の値段で株式を買い取ってもらおうとするなら、組織再編等による企業価値の毀損か、組織再編等の条件の不公平を主張・立証する必要がある。それでは裁判所は、企業価値の毀損の有無をどのように判断してきたか？ 当事者の主張にも依存するものの、従来の裁判例においては、次のような特徴が見られるものが多い。

- ①組織再編計画等の公表に対して、その会社の株式の市場価格がどう動いたか参照して（少なくとも重要な要素として考慮して）判断する<sup>(15)</sup>。
- ②市場価格を参照する場合には、株価それ自体がどう変化したかに着目し<sup>(16)</sup>、それ以外はせいぜい市場全体の値動き（TOPIX等の株価インデックスの動き）を参照し、下落率の大小等を比較する程度である<sup>(17)</sup>。
- ③組織再編計画等の公表後数ヶ月といった比較的長期間の間の株価を参照することもある<sup>(18)</sup>。

以下各々について、若干検討してみよう。

#### 2 企業価値の毀損と株価

企業価値の毀損の有無をその会社の株価の市場価格によって判断することは、とすれば当然視されがちであるが、少なくとも理論的には、いくつかの問題がある。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。企業価値を毀損する組織再編が公表された場合には、決議に反対することで「ナカリセバ価格」が保証されるからである。そうなると組織再編計画に対する株価の反応を企業価値の毀損の有無の指標に使うことは、そもそも論理的ではないことになる。おそらく現実には、株式買取請求権の価値は株式の市場価格には折り込まれないであろう。それは買取請求のコストを考えると株式買取請求権は多くの投資家にとって十分な経済的価値がない、あるいは買取価格が予見しにくいから株価に反映しにくいといった事情があるからであるが、いわば株式買取請求権制度の非効率性ゆえに、市場価格を参照して企業価値の毀損が判定されるという、やや皮肉な関係があることになる。

次に組織再編計画公表時点での市場価格の動きは、組織再編という情報を、多くの投資家が、その時点においてどのように受け止めたかと反映したものである。しかし株式買取請求をしている人の主張は（少なくともその立場から考えられる主張のひとつは）、「自分はこの合併は悪い合併だと知っている。しかし、他の多くの投資家は知らないから賛成している。だから多数決で負けるのは仕方がないが、自分は合併がなかった値段で出て行かせてもらう」ということであろう。つまり、他の多くの株主（投資家）は問題の組織再編の経済効果について十分な情報を有しておらず、このため株価は当初これを適切に反映していなかったが、時の経過とともに次第に情報（相手の会社の内容や隠していた事情）が明らかになり、最終的には株価が下落した（買取請求者が予想したとおり企業価値を毀損することが分かった）というのが、買い取り請求者の主張するシナリオということになる。組織再編がなされることが公表された時点で会社の市場株価がどう反応したかで企業価値の毀損を判定するということは、このような反対株主の主張とは、そもそも噛み合っていない。このような株主の主張に正面から対応するとすれば、むしろ組織再編計画公表時点で市場がどう反応したかではなく、その組織再編が結局成功だったか否かを、事後的な観点から客観的に判断することが求められることになる。

このように、一般論としては「市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているといえることができる」<sup>(19)</sup>と言えるにしても、そのことと、株式買取請求のコンテキストで、市場株価を企業価値の毀損の判定としての決め手になるのかということは、理論的には全く別問題であることに注意する必要がある<sup>(20)</sup>。

### 3 市場価格の参照する手法に関する問題

次に2で述べたような問題はさておき、市場株価を参照して企業価値の毀損を判定することは前提としても、多くの裁判例のように、組織再編計画公表日等の生の株価動きに着目したり、TOPIXと下落率を比較したりするのはあまりに雑な判断の仕方である。たとえば組織再編発表日に株価が落ちたとしても、たまたまその日に下がったのかもしれない。かなり長期間の間の株価の動きで企業価値の毀損を判断する裁判例については、市場が当該組織再編をどう評価

したかということ、その情報が市場に流入したタイミングをピンポイントでとらえるべきで、公表後の長期的な株価の動き等を見ることで精度が増すというものではない(むしろノイズが増す)ことに留意すべきである。もし、たまたまその日下がったのではないかという批判を考慮して長期間の株価を参照しているとすれば、的外れな対応と言うほかはない。また TOPIX と比べてより小さい下落幅を示したからといって、それは単にその銘柄のベータ値<sup>(21)</sup>が低いというだけかもしれず、問題の組織再編が株価に特別の影響を生じさせていないといった推論<sup>(22)</sup>が導かれるわけではない。一言で言うと、問題の会社の株式の市場価格から企業価値の毀損を読み取ろうとする際に、裁判所が具体的に行っている作業は、あまりに表面的で観察にとどまっていることが多く、さらには方法論的には誤ったものすら含まれているのである。

こういった問題点はいわゆるイベントスタディの手法により、克服できる面もある。そこで、まずそれがどういう手法なのか見ることにしよう。

#### 4 イベントスタディによる企業価値の毀損の判定

イベントスタディとは、ファイナンスの領域においてよく用いられる実証研究の手法である<sup>(23)</sup>。日次の株価変化率の動向についてのイベントスタディでは、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事(イベント)が生じた日の超過収益率(実際に観察された収益率から、イベントが生じなかった場合に予想される期待収益率を差し引いたもの)が、イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ、対象イベントが企業価値に影響を与えていると判断する<sup>(24)</sup>。

手順としては、①イベントを定義し、イベント・ウィンドウを設定する(イベント直後の比較的短い期間をとる。長くするとノイズが入る)、②イベント・ウィンドウの期間の株式のリターンを測定する、③当該株式のノーマル・リターンを推計する。④ノーマル・リターンからの乖離をチェックし、それが偶然で説明できる程度の大きさのものではないかをチェックするということになる。

イベントスタディの手法を用いることによって、特定のイベントを受けて株式の市場価格に特異な動きがあったのか否かが、より正確に判断でき、3で述べたような初歩的な問題点は回避することができる。しかし、イベントスタディ

は企業価値の毀損を判定するための万能薬ではないことに注意することが必要である（たとえば事件によってはイベントがうまく定義できないケースもある<sup>(25)</sup>）。そこで次に、イベントスタディを利用することの意味と留意点を考える素材として、テクモ事件を取り上げ検討することにしたい。

## IV テクモ事件の検討

### 1 事件の概要

テクモ事件<sup>(26)</sup>の事案の概要は次のようなものである。平成20年8月29日に、スクウェア・エニックス（スクエニ）が、テクモに対して友好的公開買付の提案を行った（テクモが反対すれば公開買付はしないという条件）。同年9月4日、テクモ・コーエー間で経営統合に向けた協議を開始することが公表され、9月8日、スクエニに対して提案を拒絶する旨を返答した旨が公表された。同年11月18日、テクモ・コーエーの共同株式移転計画が両社の取締役会において決定され、同年1月26日の両社の臨時株主総会において承認された。株式移転は平成21年4月1日に効力が発生した。株式移転計画承認決議に反対した株主が、この株式交換によって企業価値が毀損されたとして、「ナカリセバ価格」による買い取りを請求した。第一審決定は申立人の主張を容れ、企業価値の毀損を認めた上で、「ナカリセバ価格」である747円を買取価格とした。抗告審<sup>(27)</sup>は結論としてこの買取価格を支持したが、許可抗告審はこれを破棄し原審に差し戻した<sup>(28)</sup>。

以下では、本件各決定の内容について論評することはしない。そうではなく、仮に本件事案において企業価値の毀損を認定するために計量経済学的・統計的を用いるとすれば、どのような点が問題となるかという点について検討することにする。本件では、判決には直接採用されていないものの、当事者双方から計量経済学的・統計的な手法に基づく意見書が提出されており、その内容は不完全ながらうかがい知ることができるので<sup>(29)</sup>、以下ではそれらも参照しつつ検討することとしたい。

さてこの事件において、テクモの市場株価を参考に企業価値の毀損があったか否かを考えるとすれば、①9月4日のテクモとコーエーの協議開始の公表と②11月18日の株式移転計画の公表の2つの時点が問題とされよう。以下、この順で検討しよう。

## 2 9月4日の公表に対する株価の反応

テクモとコーエーの経営統合に関する協議開始が最初に公表されたのは9月4日である。市場はこのニュースに対してどのように反応したか。申立人側の意見書によると、9月4日～5日の株価のイベントスタディを行うと、マイナスのアブノーマル・リターンが計測されるとのことである<sup>(30)</sup>。仮にイベントスタディの手法自体には問題はなく、このような結果が認められるとすれば<sup>(31)</sup>、そこから企業価値の毀損が存在すると考えてよいか？

この事件では、直前にスクエニから友好的 TOB の申し出があったために問題は単純ではない。友好的 TOB の申し出はテクモが拒絶すれば撤回されることとされていたところ、コーエーと協議を始めた事実が公表されたということは、それは基本的にスクエニの買収には応じないことが明らかになったことを意味する<sup>(32)</sup>。したがって9月4日の公表は、①テクモ・コーエーの統合協議の開始と、②スクエニによる TOB の消滅という2つの情報を含んでいたことになる。そこで、①の効果が切り分けられない限り、テクモ・コーエーの統合が企業価値を毀損したのか否かは分からないのではないかという疑問が生じる<sup>(33)</sup>。

しかし、問題は単純ではない。答えは株式買取請求権との関係での「ナカリセバ価格」の定義——「組織再編がなかったとすれば」というのは、厳密には何がなかった状態を想定することを指すのか——に依存するからである。すなわち「ナカリセバ価格」による株式の買取りを認める趣旨は、この事件で言えば、(a)テクモ・コーエーの統合、スクエニによる買収のいずれもが存在しない状態を前提に補償を与えることにあるのか、それとも(b)テクモがコーエーとの統合を選択せず、スクエニによる買収を受け入れた場合を前提に補償を与えることにあるのか。もし(b)なのであれば、TOBを前提に上昇した株価を基準に提携の情報は株価を有意に下げたことをもって企業価値の毀損と考えてよい。しかし、もし(a)だとすれば、9月3日の公表に伴う有意な株価の下落は、それだけでは企業価値に毀損を意味しないということになる。

本件の場合、仮にコーエーとの統合が存在しなかったとしてもテクモ経営陣がスクエニによる買収を受け入れたとは限らない。このため(b)を前提に企業価値の毀損を判定することには違和感もあり、(a)のように考えるべきであるという議論も理解できる<sup>(34)</sup>。しかし、一般論としては、およそ仮定的なシナリオ

に基づく「あるべき状態」を前提に企業価値を想定してはならず、現に実現していた状態だけしか基準としてはならないとまでは言えない。たとえば、A社が交付金合併によって少数派株主を閉め出した後、B社と合併したとする。この場合、最初の交付金合併に反対した少数株主が、A社がB社と公正な条件で合併した場合を前提としたA社株式の公正な価格での買取を請求することができる应考虑すべきであろう。さもないと組織再編に先駆けてキャッシュアウトすることにより、多数株主は組織再編のシナジーを独り占めにすることが可能になるからである。またP社は長年遊休資産を抱えており、P社株価はこれを反映して低迷していたとする。この場合に、P社が現金を対価とする株式交換により少数株主を閉め出した上で遊休資産を処分したとする。この場合に遊休資産を抱えて低迷していた状態での株価を前提として買い取り価格を算定するのは適切ではない。いつでもできる処分を組織再編後に行うことで、支配株主が実現した利益を独占できることになるからである<sup>(35)</sup>。このように単にスクエニによる買収がまだ実現していなかったということだけから、(a)のように考えるべきであるとまでは断定できず、反対株主がスクエニのTOBがなされた状態を前提に「ナカリセバ基準」を考えることが正当化されるか否かについて、コーエーとの統合・スクエニのTOB拒絶に至った事情を含む事情について立ち入った判断が必要となる<sup>(36)</sup>。

本件事案を離れて一般化して言うと、株式買取請求との関係で企業価値の毀損の有無の基準となる「企業価値」とは問題の企業のどういう状態を想定したものなのか、「組織再編がなかったとすれば」というのは、厳密に言えば、何がなかった（そして何があった）ことを前提とする判断なのかという点は、これまであまり自覚的に考えられて来なかった点である。しかし、複数の競合する企業再編プランが検討されている状況で、「およそ何もなされなかった状況」には現実味がないケースでは、仮定的な状況を想定しなくてはならない場合もあるかもしれない。そして言うまでもないが、これは純然たる法的ルールの解釈問題であり、計量経済学的・統計的手法としての巧拙や正誤という問題ではない。

### 3 11月18日の公表に対する株価の反応

次に、11月18日になされた共同株式移転計画の具体的内容の公表後に対す

る株価の反応はどうか。申立人側の鑑定意見は、テクモ株式会社について、この公表をイベントとするイベント・スタディを行えば有意なマイナスの異常リターンが計測されることから企業価値の毀損があったと論じるようである<sup>(37)</sup>。これに対してテクモ側の意見書は、10月29日～11月18日の間に、テクモ株について申立人が大量にテクモ株を買い占めており、それによって異常な株価の上昇がもたらされていた、ところが11月18日に公表された比率は、その日の株価に比例しておらず、一時的な高騰を見せたテクモ株の価格を前提とすればテクモ側に不利に定められていたために、「さや寄せ」により大幅に落ちたのだという<sup>(38)</sup>。そして10月29日を起点に、マーケット・モデルで予測した株価(95%の信頼区間で上限と下限を画したもの)を超えているということを示して、この区間の株価の高騰が異常で、そして11月18日の記録された下落は、この異常な高騰が株式移転比率によって戻されただけであり、企業価値の毀損ではないと指摘する<sup>(39)</sup>。これに対しては、この時期のテクモ株の動きは10月29日以前に株価が下降トレンドにあり、10月29日までテクモ株が急落したが、「妥当な株価水準」に戻る局面だったため、必ずしも「異常な高騰」ではないという再反論もなされている<sup>(40)</sup>。

この時期の買取請求者による買い集めと株価の高騰との関係ははっきりしない<sup>(41)</sup>。この年の9月中旬のいわゆるリーマンショックによって、市場がかなり不安定な時期であったこともあるが、それは別としても、そもそも、この時期の株価の動きの統計的分析から株価の高騰の原因を正確に特定することは容易ではない。ただ11月18日のテクモ株の下落は、前日の市場価格と公表された比率との差から生じた「さや寄せ」によるものであるという主張との関係では、厳密な原因の特定は必ずしも必要ではない<sup>(42)</sup>。11月18日までの株価高騰の原因が何であれ、またそれが「異常な高騰」か否かに関わらず、現実に公表された株式交換比率とその直前の両社の株価に大きな差があれば、「さや寄せ」は起きる<sup>(43)</sup>。仮に11月18日までの株価が異常に高騰していないとすれば、このような株式交換比率は不公正(テクモ側に不利益)かもしれないが、その場合にも組織再編により生じるシナジーの不公正な分配が行われているに過ぎない可能性もあるのであり、組織再編が企業価値を毀損していることを当然には意味しない。

本件を離れて、より一般的に言うと、まず合併計画等が抽象的な形で公表さ

れ、具体的な合併条件等が後日示されるという形で組織再編に関する情報が開示されることが多い。この場合、2回情報が示されるわけであるが、各々に対する市場株価の反応が何を意味しているか判断するのは難しい。たとえば8月1日にA社、B社が合併をするという計画が公表され、その時点でA社の株価が大きく下がったが、9月1日に合併比率が公表されたが株価は有意には動かなかったとする。この場合、8月1日のA社株の下落は、合併によって企業価値が下る（A社・B社の企業価値の合計が減少する）と市場が判断したのかもしれないし、A社に不当に不利な比率で合併がなされると予想した（そしてその予想通りだったため9月1日時点では株価は動かなかった）ことによるのかも知れない。また仮に9月1日の公表を受けてA社の株価が有意に下落したという事情がある場合には、問題の組織再編が企業価値を毀損するものなのか、それともそれまで市場が予想していた組織再編比率よりも悪い条件が公表された（したがってシナジーの分配が不公正であることが判明した）ことによるものなのか、直ちには分からない。意味がある解釈をするためには、個別事案の事情を具体的に認定して推測を重ねるしかない。

テクモ事件に戻ると、11月18日公表の株価への影響を単純に見るイベントスタディの結果だけから直ちにテクモの企業価値の毀損を読み取ることはできず、さまざまな可能性について慎重な検討が必要であることだけは確かである。

#### 4 まとめ

①9月4日のテクモとコーエーの協議開始の公表と②11月18日の株式移転計画の公表の2つの時点におけるイベント・スタディを行うことは、技術的にはさして難しいことではない。しかし、仮に株価に統計的に有意な負の変化が生じたことが確認できたとしても、そこから直ちに、「ナカリセバ価格」による株式買取請求を行う前提としての企業価値の毀損があったと判断してよいかどうかは別問題である。

①については、基準となる企業価値とは組織再編当事会社のどういう状態を前提とするのかという点が先決問題であり、その解釈次第では、①についての株価の反応は意味がないデータということになる。②についての株価の下落についても、(a)統合それ自体が企業価値を損ねる（テクモとコーエーの企業価値の合計が減少する）ものなのか、それとも組織再編条件がテクモにとって予想

外に悪いことを反映したことによるものか、(b)公表時点における株価がどのような状態にあったのかという2点を勘案しなくてはならない。

## V むすび

株式買取請求との関係で、企業価値の毀損があったか否かを考える場合、裁判所はしばしば株式の市場価格を参照する。III 2 で述べたとおり、そのこと自体、理論的には議論の余地があるが、その点は別としても、現在の多くの裁判所に見られる企業価値毀損の判断方法は、市場価格の参照の仕方においてあまりにナイーブな面があり、計量経済学的・統計的手法の利用によって判断方法の改善が期待できる面がある。

ただし、計量経済学的・統計的手法（ここではイベントスタディ）を採用しても、それによっては解決できない問題があり、次のような点に留意する必要がある。まず、そもそもイベントとして何を採用するかが難しいケースがある<sup>(44)</sup>。その場合には、イベントスタディの利用は難しいし、さらに言えば、そもそも株式の市場価格によって企業価値の毀損を考えることにも無理がある。組織再編計画の公表等を受けて有意な株価の下落が認められたとしても、それをどう解釈するかが難しいケースがある。組織再編計画に関する情報の公表時点をとってイベントスタディを行うことそれ自体は、専門家が行えば比較的簡単に行えるが、計量経済学的に「正しい」手法も用いて株価の下落が観測されとしても、株式買取請求権の行使との関係で問題とされるような企業価値の毀損があったと考えてよいとは限らないのである。テクモ事件における2回の情報の公表はそのことをよく示している。

こういった疑問点を並べると、そもそも株式買取請求事件において、企業価値の毀損の有無の判定にイベントスタディの手法を採用するメリットが果たしてあるのか疑問に思われるかも知れない。しかし前述のような問題は、実はイベントスタディを用いなくても同じように生じるのであり、現在多くの裁判所が用いているような手法であれば、生じなかつたり克服できたりしているわけではない<sup>(45)</sup>。きちんとした手法で特定の日の株価の動きを検討し、はじめて、そもそもそのデータが何を意味しているのかという次の検討に進むことができる。統計的に無意味な生の株価の動きや平均株価の大小に着目し、論理的な根拠のない推論に終始しているようでは、それ以上の議論は進みようがない。手

法の持つ意義と限界を十分理解した上で、計量経済学的・統計的手法のより積極的な活用が進むことが望まれる。

- (1) 疫学的証明が認められた裁判例として、富山地判昭和46年6月30日下民集22巻5=6号別冊1頁、津地判昭和47年7月24日判時672号30頁、名古屋高金沢支判昭和47年8月9日判時674号25頁、金沢地判昭和53年3月1日判時879号26頁、東京地判昭和53年8月3日判時899号48頁等がある。
- (2) たとえば後述のテコモ事件（東京地決平成22年3月31日金判1344号36頁）においては、当事者双方から、計量経済学的手法を利用した意見書が提出されたが、決定には直接判旨には反映していない。また基準日における「ナカリセバ価格」を算定するための「補正」の可能性が学説によって示唆されてきたが（藤田友敬「新会社法における株式買取請求権」『企業法の理論 上 江頭憲治郎先生還暦記念論文集』（有斐閣，2007年）293頁参照）、実際に行われた例は少ない。
- (3) もとより因果関係は規範的な問題であり、公害事件においても、自然科学的な因果関係だけが問題だというわけではない。
- (4) 厳密には、議決権を有しない株式の場合、略式再編の場合等、若干のバリエーションがあるが、以下の論旨には関係してこないので詳細は省略する。
- (5) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号（2009）5頁は、このような退出を「部分解散」と呼ぶ。
- (6) 神田・前掲注(5)5頁は、「損害填補」と表現する。もっとも「損害」という表現は若干紛らわしい面があるので、ここでは「不利益」としておく。
- (7) 文献・判例では、①は「ナカリセバ基準」、②は「シナジー分配基準」と呼ばれることがある。しかしたとえシナジーが発生しない場合であっても、公正な組織再編条件は問題となる以上、後者はあまり適切な表現とは思われない。
- (8) 詳細につき、藤田・前掲注(2)280頁以下参照。
- (9) もっとも後述のように、実際には企業価値の毀損や組織再編条件の不公正が認定されることは稀で、上場会社における株式買取請求権は、現実には基準時（株式買取請求時）の時価による換金機能しか果たしていないケースがほとんどではある。注(12)、(13)参照。
- (10) 上場株式に関する株式買取請求権の判断枠組みは、近時相次いで出された最高裁判定（最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最決平成23年4月26日判時2120号126頁、最決平成24年2月29日判時2148号3頁参照）によって確立しつつあるが、それらも下記のような判断枠組みと整合的である。
- (11) 大阪地決平成20年11月13日金判1339号56頁、神戸地決平成21年3月16日金判1320号59頁、東京地決平成21年4月17日金融判1320号31頁、東京地決平成21年5月13日金判1320号41頁、東京高決平成21年7月17日金判1341号31頁、東京地決平成22年11月15日金判1357号32頁。
- (12) ただし企業価値の毀損が認定されることは稀である。例外として、後述の東京地決平成22

年3月31日金判1344号36頁参照。

- (13) ただし組織再編条件が不公正であるとされることは稀である。例外として、後述の東京高決平成23年3月1日金判1388号24頁参照。
- (14) 株式買取請求との関係では、基準日における「ナカリセバ価格」を算定するために、計画公表前の株式の市場価格を「補正」する作業のために統計的・計量経済学的手法を利用することも考えられる。「補正」とは次のような作業を指す。たとえば、4月1日に合併計画が公表されたとする。7月1日に合併承認決議がなされ、7月20日に反対株主が買取請求を行ったとする。仮に合併により企業価値が毀損したと判断され、「ナカリセバ価格」による買取が認められる事案だとしよう。この場合、裁判所としては、合併計画が折り込まれる前の株価(4月1日直前の株価)を「参照」しつつ、仮に合併がなかったとすれば、当該会社の株価は7月20日(買取請求時が基準時とされる。最決平成23年4月19日判時2119号18頁)にはどうなっていたであろうかということ判断することになる。4月1日直前の株価をそのまま買取価格とする(せざるを得ない)場合もあるが、市場全体に大きく変動を与える事象(たとえばリーマン・ショック等のような)が介在していたりするなど、合併計画の公表から買取請求時までの間に、計画公表直前の株価(参照株価)=基準時のナカリセバ価格とすることが不適切な場合もある。このような場合には、統計的手法を利用して参照株価を「補正」し、仮に合併計画が存在しなければ当該会社の株価は基準日にいくらになっていたであろうかという推計することになる。「補正」が行われた例として、東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁参照(ただしこの決定においては、基準日は組織再編の効力発生日とされている)。
- (15) ただし近時の裁判例には、組織再編当事会社に特別な資本関係がなく相互に独立した当事会社であった場合には、特段の事情のない限り、企業価値の毀損はなく、また組織再編条件も公正であったと推認し、市場価格の動きについてはなんら言及しないものも散見される(東京地決平成21年5月13日金判1320号41頁、東京地判平成22年11月15日金判1357号32頁)。
- (16) たとえば、神戸地判平成21年3月16日金判1320号59頁は、「相手方株式の株価は、平成19年4月10日に707円(終値。以下同じ)であったものが、その後変動はあるものの下落傾向が続き、同年5月11日に596円、同年8月31日に479円、同年10月26日に380円となり、同年12月から本件合併が公表された平成20年1月21日にかけては、307円から275円の間(同日は288円)であった。そして、本件合併が公表された翌日の同年1月22日には268円に下落したが、同月24日には288円と本件合併公表前の水準に戻り、その後、同年2月4日には319円まで高騰したものの、その後は、おおよそ270円台から290円台で推移し、買取請求の意思表示が相手方に到達した同年3月31日には287円、本件合併の効力が発生した同年4月1日には291円となり、その後も、同年6月9日まで278円から296円の間で推移した」ということから、合併の株価への影響はないとし、その他にも企業価値を毀損する事情は特に見当たらないとする。
- (17) たとえば東京地判平成23年3月30日金判1370号19頁では、買取対象となっている株式の市場価格が、「組織再編等公表の翌日である平成22年1月26日に2万2334円に急上

昇し、同年2月12日まで概ね2万円台で推移した後、再び上記公表前と同じ1万8000円台後半の水準に戻り、上場廃止までそのまま推移したものであり、急上昇後しばらくの間高値を示した点を除いては、日経平均株価とほぼ連動した値動きを示していたことから「本件株式交換により……企業価値ないし株主価値が毀損されたり、シナジーの適正な配分が行われなかったと疑わせるような事情はなく、他にこれらを疑わせる資料も存しない」と結論付けている。東京高決平成22年7月7日判時2087号3頁は、「改正放送法が成立した日の前日である平成19年12月20日以降、相手方が本件吸収分割と認定放送持株会社化について公表した平成20年9月11日、さらには承認決議がされた株主総会開催日である同年12月16日までの間の相手方の株価の推移は、東京証券取引所第1部の銘柄全体の動向を示す指数であるTOPIXの推移の範囲内の変動を示して、この間、本件吸収分割と認定放送持株会社化の情報は、相手方の株価に特別の影響(TOPIXの推移の範囲を超えるような影響)を生じさせていない」との事実認定に基づき、「株式市場における相手方の株価が、本件吸収分割と認定放送持株会社化が公表された日や株主総会の決議がされた日などにそれ以前と比較して、TOPIXの推移の範囲を超えて特に値下がりした事実も認められないのであって、本件株価は、市場指標の範囲内で推移しているのである」とし、「そうすると、相手方の認定放送持株会社化を前提とした本件吸収分割が、一般的に、相手方の企業価値または株主価値に影響を与え、これらを毀損するものと認めることは相当とはいえない」と結論付けている。

- (18) 神戸地判平成21年3月16日金判1320号59頁、東京高決平成22年7月7日判時2087号3頁参照。
- (19) 最判平成23年4月19日民集65巻3号1311頁
- (20) 上記のような株主の主張の正否を判断することが容易ではないことから、理論的な正しさはともかく、実際に可能な方法としては、組織再編計画に対する市場の反応を参考にするしかないという、純粋に実践的な動機から、市場価格を重視する裁判例の考え方を支持することは、もちろん考えられる。ただし、理論的な正確さと実践的な有用性は混同しないようにする必要がある。
- (21) ベータ値とは、市場の変動に対する株価の感応度を示す指標である。ベータ値が1より大きい場合、市場インデックスの下落以上に当該銘柄の価格は下落する。逆にベータ値が1より小さい場合には、市場インデックスよりも当該銘柄の株価の下落幅は小さい。
- (22) 注(17) (東京高決平成22年7月7日の判示) 参照。
- (23) John Y. Campbell, Andrew W. Lo and A. Craig Mackinlay (祝迫得夫=大橋和彦=中村信弘=本多俊毅=和田賢治訳)『ファイナンスのための計量分析』(共立出版, 2003)第4章参照。この手法の詳細と留意点については、柳川=広瀬報告(本誌53頁以下)参照。
- (24) なおこの手法が意味を持ちうる前提として、イベントの影響が即座に株価に反映されること、つまりファイナンス理論にいうところの「セミ・ストロング型」の情報効率性を株式市場が備えているということがある。日本の資本市場の効率性については、釜江廣志『日本の証券・金融市場の効率性』(有斐閣, 1999)参照。
- (25) 最判平成23年4月19日民集65巻3号1311頁はその好例である。この事件では、TBS

の認定放送持株会社化を目的とした会社分割に関して、反対株主である楽天により株式買取請求権が行使された。しかし会社分割計画の公表時点では、すでに TBS の認定放送持株会社化は完全に予想されており、株価に折り込み済みであったと考えられる。それでは会社分割による TBS の認定放送持株会社化の効果が株式市場に反映したのはいつか。買取請求申立人は、認定持株会社制度を導入した放送法改正の情報が反映した時点と主張している。そのことの是非自体賛否がありうるが、仮にそう考える場合、具体的にはイベントとして何をとればよいかははっきりしない。

- (26) 東京地決平成 22 年 3 月 31 日金判 1344 号 36 頁(第 1 審), 東京高決平成 23 年 3 月 1 日金判 1388 号 24 頁 (控訴審), 最決平成 24 年 2 月 29 日判時 2148 号 3 頁 (上告審)
- (27) 東京高決平成 23 年 3 月 1 日金判 1388 号 24 頁
- (28) 最決平成 24 年 2 月 29 日判時 2148 号 3 頁
- (29) 森田果「会社訴訟における統計的手法の利用——テクモ株式買取請求事件を題材——」商事法務 1910 号 4 頁 (2010) 及び池谷誠「テクモ株式買取請求事件における経済分析上の論点」ビジネス法務 2011 年 4 月号 49 頁参照。もとより、これらの意見書について論評することも本稿の直接の目的ではない。
- (30) この意見書は公開されていないが、池谷・前掲注(29)52 頁及び森田・前掲注(29)8-11 頁から概略を知ることができる。
- (31) 森田・前掲注(29)7 頁は、申立人側の鑑定書が、ノーマル・リターンの計測にあたって、データを採取する期間(「推定ウィンドウ」として、当初、イベントを含む期間を推定ウィンドウとしてとった上で、株価が特殊な動きをした日をデータから外すという作業を行ったことを批判する。確かにこれはあまり通常ではない手法ではないと思われるが(Campbell ほか・前掲注(23)163 頁参照)、ここではこのような技術的な問題点についての検討は省略する。
- (32) TOB を断る旨の正式公表は 9 月 8 日に行われたものの、9 月 4 日時点で、スクエニによる TOB の可能性がなくなったと市場は理解したであろう。
- (33) 森田・前掲注(29)7 頁は、テクモ・コーエーの経営統合がテクモ株に及ぼす影響だけを測定するために、2008 年 8 月 29 日から 9 月 5 日のイベント・スタディを行っている。しかしここでは 9 月 4 日の公表をイベントとしつつ、イベント・ウィンドウを 8 月 29 日～9 月 5 日と設定しているため、イベント・ウィンドウをイベント以前に設定するのは特異であるという批判を受けている(池谷・前掲注(29)52 頁以下)。
- (34) 森田・前掲注(29)8 頁参照。
- (35) 「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」(経済産業省、平成 19 年 9 月 4 日)の「3. 論点の分析」注(9)では、このようなシナリオについて言及している(ただし MBO において締め出される株主に対する補償のコンテキストにおける議論である)。
- (36) ただし、当事者が立ち入った主張を展開していない以上、裁判所がこういう判断をしないのは当然であり、その点について本件決定を批判するという趣旨ではない。
- (37) 池谷・前掲注(29)51-52 頁
- (38) 森田・前掲注(29)11 頁以下参照。

- (39) 森田・前掲注②913頁
- (40) 池谷・前掲注②955頁以下は、当時の市場関係者の見方として「下がった局面が上がっているだけ」という観測（大和総研のレポート）を引用している。なお池谷・前掲注②954-55頁は、11月4日段階で、すでに信頼区間を超えた高騰があるので、それ以後がすべて「異常な急騰」ということになり、なぜ11月18日（あるいはその直前）の株価のみが異常であり公正でないかを示せていないとするが、この期間申立人の買い集め等で、一時的に異常な高騰が続いていたが、株式交換比率の発表で落ちたという主張であり、11月18日及びその直前だけが異常であるという主張ではないと思われる。
- (41) 池谷・前掲注②955頁以下は、株価上昇と申立人の株式取得の因果関係を立証していないと批判する（大量取得報告書が出たのは11月18日であり、また10月30日～11月18日までの申立人の株式取得数と株価の上昇には、統計的に見て相関関係がないという）。しかし、そもそも森田・前掲注②913頁以下の主張は、いわゆる「乗取屋」による株の買い集めが始まると、それに便乗した買いが入り株価が急騰することで一層加速し急騰するという現象（江頭憲治郎『株式会社法（第4版）』（有斐閣、2011年）707頁注3参照）が起きていたのではないかということであり、大量取得報告書の提出や申立人の株式取得それ自体と株価の上昇の相関が問題なわけではない。もっとも敵対的買収の場合に見られるような現象がこの事件で本当に存在していたかどうかは別問題である。
- (42) 11月18日以前の段階で、市場がどのような株式交換比率を想定していたのかははっきりしない。申立人側の主張によると、コーエーの社長が「スクエニがテクモの株式に一株920円の提案を出したことは意識している」、「一株が920円の下になることはないと思う」と発言して旨の報道がなされていたとのことであり（東京地決平成22年3月31日金判1344号40頁（「1 前提事実・(2)相手方が株式移転を行った経緯・エ」参照）、これを前提にしていた可能性もある。
- (43) なお池谷・前掲注②955頁以下は、株式交換比率公表後の下落幅は、公表前日の両者の株価と現実の株式移転比率との差を考慮しても説明できないくらい大きいとする。仮にそれが正しいとしても、11月18日の下落の全部ではなく、その一部分でも株式移転比率によって生じていたとすれば、その残りが企業価値の毀損を反映した下落ということになる。それが統計的に有意な下落か否かを別途検討しなくてはならないことになる。
- (44) 注②5参照。
- (45) テクモ事件でいえば、9月4日あるいは11月18日の株価の動きに着目して企業価値の毀損を判断する限り、イベントスタディによるか否かを問わず、IVで述べた問題点はそのまま当てはまる。