



JCOM事件最高裁決定の考察

—その問題点と射程範囲および 価格の算定方法—

弁護士 豊島 真
NERAエコノミックコンサルティング マネジングディレクター 石垣浩晶
同 コンサルタント 矢野智彦

公開買付けを先行させる2段階買収型スクイーズアウトに関し、平成28年7月1日の最高裁決定（最一小決平28.7.1民集70巻6号1445頁・本誌本号74頁。以下「本最高裁決定」という）は、一連の取引の公正を前提に、全部取得条項付種類株式の取得価格は原則として公開買付価格と同額となるとの判断をし、本件では市場全体の株価の上昇傾向を考慮した株価の補正はすべきではないとの結論になった。しかし、今後いかなる場合に取引の公正性が認められるのか、いかなる場合がかかる一般原則の例外となるのか、といった点についてはさらに検討がなされなくてはならない。また、本最高裁決定を前提としてもなお、原審（東京高決平27.10.14金判1497号17頁）で採用された回帰分析の手法の有用性が失われるものではない。本稿は、本最高裁決定の問題点の指摘も含め、かかる点についての考察を加えるものである¹。

1 事案および決定の内容

(1) 事案

本件は、ジュビターテレコム（以下「JCOM」という）の大株主である住友商事とKDDIが、JCOMの少数株主を、全部取得条項付種類株式を用いてスクイーズアウトした事案である。主な事案の経緯は【図表1】のとおりである。

なお、2012年10月19日の時点でのJCOM株のジャスダック指数（終値）は51.98であったのに対し、2013年8月1日にはジャスダック指数（終値）は88.84にまで上昇していた（日経平均株価やTOPIXも1.5倍前後上昇）。

TOB価格と同じ12万3000円という対価に不満を持った少数株主が、裁判所に対し株式の取

得価格決定の申立てを行ったのが本件である。

(2) 裁判所の判断

a 原々審（東京地決平27.3.4金判1465号42頁）・原審（前掲東京高決平27.10.14）

取得価格は、「客観的価値」+「増加価値分配価格」により定まる（「客観的価値」=取得日における株式の客観的価値。「増加価値分配価格」=一連の取引後に増大が期待される株式価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分）。

2012年10月20日の報道後、JCOM株の市場株価は、公表されたTOB価格に事実上固定されてしまった。しかし、取得日までに各種株価指数は著しく上昇しており、JCOM株がそのような市場全体の株価動向の影響を受けない事情は見当たらず、本件TOBがなければ、JCOM株

の市場株価もかかる市場全体の動向に連動して一定程度上昇したと考えるのが合理的である。回帰分析により得られた、ジャスダック指数2、3の変動率とJCOM株の市場株価の変動率との相関関係に基づき、JCOM株の取得日における客観的価値は10万4165円と推定される。TOB価格が設定された時のプレミアム率等を考慮の上、増加価値分配価格は客観的価値の25%と認める。取得価格は、10万4165円×1.25=13万0206円である。

b 本最高裁決定

多数株主がTOBとそれに続く全部取得条項付種類株式の取得により株式全部を取得する取引においては、「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」（下線は筆者による。以下同）。

その後上記TOB価格と同額で会社が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」と認めるに足り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。

本件では、一連の取引においてその基礎となった事情に予期しない変動が生じたとは認められず、取得価格はTOB価格と同額の12万

【図表1】事案の経緯

2012年10月20日	住友商事およびKDDIがJCOMの株式（以下「JCOM株」という）の公開買付け（以下「TOB」という）等を計画しているとの報道。
同年10月24日	住友商事およびKDDIが、TOBの計画を公表。TOB価格は11万円。
2013年2月26日	住友商事およびKDDIは、TOB価格を12万3000円に引き上げる旨公表。
同年2月27日～4月10日	TOB実施。
同年6月28日	株主総会。全部取得条項付種類株式を用いたスクイーズアウトを行うことを決議。
同年8月2日	全部取得条項付種類株式のJCOMによる取得日（スクイーズアウト実行日）。少数株主に払われる対価は、TOB価格と同じ（1株当たり12万3000円）。

3000円である。

2 検討

(1) 理論上の問題点

a 価格の補正の必要性の有無が問題となる理由

本件では、11万円というTOB価格が公表されたのが2012年10月24日、TOB価格を12万3000円に引き上げる旨公表されたのは2013年2月26日である。一方、JCOM株の取得価格判断の基準日は、2013年8月2日である⁴。この間、いわゆるアベノミクスが始まり、上記のとおり市場株価は軒並み大きな上昇を見せた。

株式の価格は、社会経済情勢などのマクロ的

² JCOM株はジャスダックに上場されていた。

³ 厳密には、ジャスダック上場株式からJCOM株を除いた上でジャスダック指数と同様の方法にて構成した株価指数である「ex-JASDAQ指数」を使用。

⁴ 全部取得条項付種類株式を用いたスクイーズアウトについては、取得価格判断の基準日は取得日であるとされてきている（最一小決平21.5.29金判1326号35頁により維持された東京高決平20.9.12同誌1301号28頁）。この点については申立人・JCOM間でとくに争いはなく、本最高裁決定も、基準日は8月2日であるということ前提としてと解される（そうでなければ、取得日までに生ずべき市場の価格変動を織り込んでいる云々ということに触れる必要がない）。基準日の論点については後述する。

¹ なお、筆者らのうち豊島は本件で少数株主側の代理人を務め、石垣および矢野は少数株主側提出の専門家意見書を作成した者である。

要因と、当該企業の財務状況や業績見通しなどの個別要因により形成される。株式の市場株価は、当該企業の個別要因が全く変わらないとしても、日経平均株価が1万円の場合と、日経平均株価が1万4000円の場合とでは、マクロ的要因の違いにより（すなわち、後者のほうが景気が良いことの影響を受けて）、市場株価は当然異なってくるはずである⁵。とすると、12万3000円という価格が、2013年2月26日時点では適正な価格であったとした場合、その後株価を押し下げるような個別要因がない限り⁶、2013年8月2日時点では価格は12万3000円よりも高い価格になっているはずである⁷。そこで、取得価格を上方に補正しなくてはならないのではないかという問題が出てくる。

株式の客観的価値（スクイーズアウトが行われなかったならば株主が享受し得る価値⁸）の正確な評価にあたっては、評価基準日までの、株式の価値に影響を与え得る情報が考慮されるべきであり、この立場を突き詰めると、このような場合常に価格の補正が必要になるようにも思われる。一方、常に価格の補正が必要となると、市場株価一般が上昇傾向にあるときに行われたスクイーズアウト案件のほとんどが、価格の上方補正が必要ということにもなりかねず、実務に及ぼす影響を考えると政策的に望ましくないと考えられる。

b 結論において差異の出た原審と最高裁

本最高裁決定は、「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた」と認めに足る特段の事情がない限り」補正はすべきでないとし、本件では特段の事情は認められないので取

得価格はTOB価格と同額の12万3000円とした。

なお、本件で価格の上方補正をした原審決定（原々審決定も含む。以下同じ）も、本件の具体的な事情のもとでは株価の補正を行うべきであると判断したにすぎず、株価指数が上昇傾向にあったからといって一般的に価格の補正を行うことになるものではない、と述べている。原審決定も本最高裁決定も、「常に補正をすべきではなく、大きな変動があった場合にのみ補正をする」という基本的なスタンスは共通しているといえる。ただ、本件の具体的な事情のもと、価格の補正をすべきかどうかの具体的な判断の部分で違いが出たものといえる。

c 最高裁が価格の補正を行うべきでないとする理由

さて問題は、市場株価一般が上昇していて、基準日（取得日）までに問題となる株式の価値も上昇したことが推測されるにもかかわらず、価格の補正を行わなくてもよいとする根拠である。本件に即してより具体的にいえば、取得価格の判断の基準日が2013年8月2日であるにもかかわらず、なぜ同年2月26日時点での公正な価格を取得価格としてもよいのか、ということである。

本最高裁決定は、補正を行わなくてもよい理由として、TOB価格は「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」ことを挙げる。「市場の一般的な価格変動」が日経平均株価、ジャスダック指数等の株価指数の変動を指すものとする、本最高裁決定は、本

件TOB価格である12万3000円は、「2月26日時点の終値が68.15であったジャスダック指数が、8月2日に同日の実際の終値である90.92に上昇する可能性もいくらかあることが織り込まれている」と述べているものと解釈できる⁹。

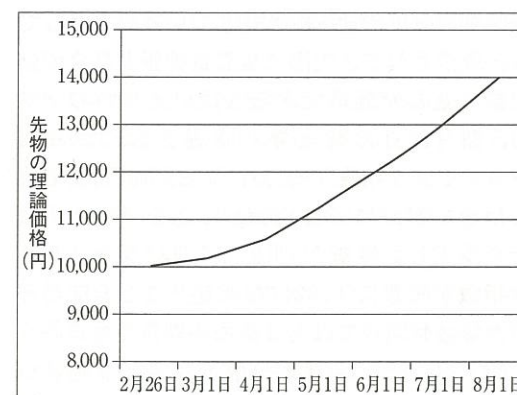
d 最高裁の理由付けの問題点

しかし、本件において当事者らが実際に織り込んだかという点はさて置いたとしても、「ジャスダック指数が90.92になる可能性もある」ことを織り込んだ価格（すなわち、2月26日時点までの情報に基づいて評価された価格）は、評価基準日における評価であればすべて織り込まれるであろう「ジャスダック指数が実際に90.92になった」ことの一部しか織り込んでいない。そのため、2月26日時点までの情報に基づいて評価された価格は、基準日における当該株式の客観的価値とは乖離する。

この乖離に関する理解を助けるため、例として、日経平均株価を原資産とし、8月1日を決済日とした先物取引（すなわち、日経平均株価と同じ価値を持つ資産を8月1日における日経平均株価と同額にて購入する取引）を想定し、その当該先物の理論価格が、2月26日時点と8月1日時点でどのように異なるか検討してみよう。以下に述べるとおり、先物の理論価格は将来実現するであろう価格の見通しを織り込んで決定される。

現在（2月26日）の日経平均は1万円と仮定する。このとき、2月26日時点で、8月1日に日経平均株価が1万4000円になる確率が50%、6000円になる確率が50%だとすると、2月26日における当該先物の理論価格は1万円（ただし、議論の単純化のため、金利や手数料等は無視している）である。当該先物の理論価格は、その算定時において無裁定（鞘取りができず、平均的には得も損もしないこと）となる価格であるところ、価格が1万円ならば、8月1日に日経平均株価が1万4000円になれば差益は1万4000円-1万円=4000円、6000円になった場合には差益は6000円-1万円=-4000円であるので（すなわち差損が生ずる）、差益の期待値は

【図表2】先物の理論価格の変化



4000円×50%+(-4000円)×50%=0円となり、無裁定となるからである。

8月1日に近づくにつれ、同日に日経平均株価が1万4000円になる確率が高まり、6000円になる確率が下がっていくとすると、当該先物の理論価格（すなわち、評価時点における8月1日時点の日経平均株価の期待値）も1万4000円に近付いていく。例えば、8月1日に日経平均株価が1万4000円になる確率が60%に高まり、6000円になる確率が40%に下がれば、当該先物の理論価格は1万4000円×60%+6000円×40%=1万8000円となり、上昇する。1万4000円になる確率がさらに高まり、最終的に8月1日に日経平均株価1万4000円が実現すれば、当該先物の理論価格も1万4000円ちょうどになる（【図表2】参照）。

以上からわかるように、2月26日の時点で「8月1日における日経平均株価が一定の確率で1万4000円になること」を織り込んだ価格（上の例では1万円）と、「8月1日に日経平均株価が実際に1万4000円になった」ことを織り込んだ価格（上の例では1万4000円）は同じではあり得ない。例えば、8月1日に、この商品を2月26日における価格である1万円で販売する人はいない。この商品を保有し続けていけば、1万4000円相当の資産が手に入るのに、これを1万円で売る理由はないからである。

仮に2月26日の時点で決定されたTOB価格

5 マクロ的要因が株価を押し上げ、個別要因が株価を下げ、結果として株価は変わらないということもあり得る。一方、個別要因が株価をさらに押し上げることももちろんあり得る。個々の個別要因による影響はここではゼロと考える。

6 本件でそのような個別要因があったとの事実認定はされていない。またそもそも、ジャスダック指数等の変動（マクロ的要因）が特定の株式の株価の変動に与える影響は数値化が可能なのに対し、特定の個別要因が株価に与えたであろう影響については、これを具体的な数値をもって予測することは実際には不可能である。個別要因による株価の変動は考慮しないことが最も合理的であることについては本文3で述べる。

7 ジャスダック指数が変動してもJCOM株の株価までもが必ずしも変動するとは限らないのではないかと、との疑問を持つかもしれないが、ジャスダック指数の変動率とJCOM株の株価の変動率の間に統計的に有意な相関が認められる場合、マーケットモデルを前提とすれば、ジャスダック指数の変動によって表されるマクロ的要因がJCOM株の株価の変動をもたらしという関係が存在することが示唆される（個別要因により、かかる変動が相殺されることはあり得る）。

8 前掲最三小決平21.5.29における田原睦夫裁判官補足意見参照。

9 「2月26日の時点で、8月2日（実際的にはその直前である8月1日）のジャスダック指数が（必ず）90.92になることを前提に、TOB価格を12万3000円と定めた」との解釈も可能ではあるものの現実的とはいえない。

が、アベノミクスによる8月2日時点における株価上昇の可能性を織り込んでいたのだとしても、依然として、実際に生じた株価上昇を十分に織り込んだ価格であるとはいえないのである。2月26日の時点で、「8月2日におけるジャスダック指数が90.92になる可能性が100%ではないがゼロではない」ことを「織り込んで」決定した価格と、「8月2日にジャスダック指数が実際に90.92になった」ことを前提とした価格は同じではあり得ないからである。

TOB価格が「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」たことを理由とするのであれば、むしろ本件でも補正を行うべきことになり、これは補正を行わないこと理由にはなり得ない。

e 基準日について

なお、取得価格判断の基準日を本件で、例えば2013年2月26日（12万3000円というTOB価格の公表日）としてしまえば、そもそも補正が必要かどうかという問題は起こらなくなる。しかし、理論的にはあくまでも、全部取得条項付株式取得の効果が発生する取得日を基準日とするのが自然であり、それよりも前の日を基準日とすることは、理論的な説明が難しいように思われる¹⁰。

(2) 射程範囲

a 価格変動については考慮しなかったとの反証

第1に、本最高裁決定の理由付けに従う場

合、「本件ではTOB価格を定めるにあたり、取得日までの市場の一般的な価格変動については考慮しなかった」という反証が理屈上はあり得ることになる。

b 予期しない変動

第2に、「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ある場合も、価格の補正が認められ得ることになる。問題は、どのような場合に「予期しない変動」があったと認められるのかである。

まず、本件では、TOB価格を11万円に設定→安倍政権が誕生しアベノミクスが始まる→TOB価格を12万3000円に引き上げ、という順で事象が起こっている。TOB価格が12万3000円に引き上げられた時点では既に市場株価一般の大幅な上昇が起きており、その後さらに市場株価の高騰が続く可能性があることも、ある程度合理的に予期し得たということもできよう。12万3000円という最終的なTOB価格を決定した後にアベノミクスが始まったような場合が「予期しない変動」に当たるかという点については、最高裁は判断しておらず、事案ごとに裁判所が個別に判断することになるであろう。

次に、大震災に起因する事情の大きな変動のようなものは、程度問題ではあるが、比較的「予期しない変動」と認められやすいであろうことが予想される。

最後に、株式価値に大きく影響を与えるような、新製品の開発や新事業の開始（の公表）¹¹

はどうか。これは、会社側（大株主側）にとっては「予期しない変動」ではないことが多いと思われるが、TOB価格の決定後にこのような事象が起きた場合、価格算定の前提が崩れたということで、価格算定のやり直しが必要となるものと思われる。ただ実際には、会社側（大株主側）としては、TOB価格の公表後取得日までの期間中は、株式価値に大きく影響しそうな新製品や新事業の公表を行うことは控えるであろうから、かかる問題は表面化しづらいと思われる。あえて意図的に公表を遅らせたことが判明したような場合には、後述するように、そもそもTOB価格決定の手続が不公正だったと考えるべきだろう。

c 手続の不公正

第3に、手続の公正性が認められない場合は、裁判所が別途価格を算定し直すことになる。

(a) 手続の公正性の形式的な審査の弊害

裁判所による価格決定制度は、その名が示すとおり、本来は、裁判所がその合理的な裁量に基づき「価格を形成」する制度である¹²。単に手続の公正を審査するだけの制度ではない。スクイーズアウトは、少数株主の株式を大株主側の決定で強制的に奪う制度であり、株主の平等を原則とする株式会社制度においてはきわめて例外的なものである。よって、取引が「一般に公正と認められる手続」により行われたかどうかの審査は、形式的な審査にとどまってはならないはずである。本最高裁決定に従えば、手続の公正性が認められれば多くの場合TOB価格がそのまま裁判所の決定価格となると思われるところ、手続の公正性の審査が形式的なものにとどまってしまえば、価格の公正さが審理される場面が実質的になくなってしまい、スクイーズアウトの正当性を担保するために設けられた裁判所による価格決定制度が骨抜きになってしまう。

(b) 米国における相当に立ち入った審査

この点に関し、田中亘教授は、「裁判所は手続面を重視した審査を行うべきという学説…は米国の判例法に示唆を得たものであるが、同国においては、手続面の審査といっても、例えば独立委員会がどのように買収者…と交渉を行ったか、あるいは、株価算定評価がどのように行われたかについて、相当に立ち入った審査を行っている」と指摘している¹³。米国では、独立委員会は買収者から独立していればよいというものではない。買収者側たる支配株主は独立委員会に対して、会社資産の一見明らかでない価値に関する情報や、今後の法的規制の変化をも踏まえた資産価値に関する情報等を含めた十分な情報開示を行う必要があるとされ、実際にそのような情報開示が行われたかについて審理がなされている¹⁴。また、価値評価機関がDCF法を用いて算出した値をそのまま鵜呑みにするのではなく、算定の根拠として適切なキャッシュフローの予測が用いられているか、用いられるべきディスカウント率はいくらか、実際の市場株価はどの程度重視されるべきか、等といった点につき、非常に詳細な検討を行っている¹⁵。

(c) 価値評価機関による評価の公正性や客観性についての検証

日本においても同様に、第三者委員会に対し十分な情報が与えられたかという点や、買収者や第三者委員会が依拠する価値評価機関による評価が適切になされたかという点について、実質的な検討が行われるべきである。

株式の買取条件に関わる協議においては、利害関係者の交渉によって買取価格が定められる。その際、利害関係者は、一般的には、第三者機関に企業・株式価値の価値評価を依頼し、その評価書に依拠する形で買取価格に関する主張を展開することになる。一般的には、市場株価法、DCF法、時価純資産法、倍率法等の方法によって株価の評価が行われているが、評価

10 この点、現金の価値（例えば「1万円」）は株式市場全体の動きに従って変動するものではないことを指摘し、現金を対価としてスクイーズアウトを行うキャッシュアウトの事案で企業価値が増加する場合においては「基準日」には「ほとんど意味がない」とし、キャッシュアウト対価の公正さは、TOB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、TOB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かいった例外的なケースを除きTOB時点をもって判断すべきとする学説もある（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」資料版商事法務388号53～55頁）。しかし、売主と買主が価格につき合意する売買契約と異なり、価格につき同意したわけでない少数株主を取得日より何カ月も前に決められた価格に拘束できる理論的根拠はなお明らかでないように思われる。また、この立場でも結局、例えばかかる「特別な事情」が「取得日」までに生じたかを検討することになるはずである。端的に「取得日」を「基準日」（対価の公正性の判断基準時）とする立場のほうが理論的一貫性があるように思われる。なお、現金の価値は株式市場全体の動きにより変動しないとの主張は、本件でもJCOMによってなされていたが、本最高裁決定は、脚注4で述べたように、取得日を取得価格判断の基準日としていると解される。

11 例えばJCOMの電力一括受電サービス事業の拡大を目的とした業務提携やM&Aのようなものである。もっとも、これらについてのプレスリリースは、取得日より後の2013年8月26日に行われており、意図的に8月2日の経過を待っていたとの証拠はとくに見当たらない。

12 最一小決昭48.3.1（民集27巻2号161頁・本誌685号25頁）。

13 田中亘「判批」金判1500号1頁。

14 In re Dole Food Co., Inc. S'holder Litig., 2015 Del. Ch. LEXIS 223.

15 In re Emerging Communications, Inc. S'holders Litig., 2004 Del. Ch. LEXIS 70.

者による評価方法の選択、用いた評価方法において採用した前提の違いにより、評価額に一定の幅が生じ得る。評価者に拠らないただ1つの真の「公正価値」が存在することはきわめてまれであり、複数の第三者機関による価値評価が完全に一致することは通常はない。各々の利害関係者は自らの利益に即した価値評価を最終的に採用するインセンティブを持つため、公正かつ客観的な価値評価方法によって説明可能な範囲で、できる限り有利な条件を引き出そうとすることになる。

利害関係者間の交渉によって決定される最終的な買取価格は、そのような評価額の範囲内で決定されるのが通常であるから、第三者機関による価値評価は、最終的な買取価格に対して一定の影響を与える。よって、仮に、第三者機関による評価が公正性・客観性を欠くのであれば、買取価格の候補となる、第三者機関による価値評価によって得られた評価額の範囲自体が、公正性・客観性を欠く。第三者機関による評価の公正性・客観性が満たされていない場合、その後利害関係者の協議が公正に行われたとしても、最終的な買取価格もまたその影響を受け、公正性・客観性を欠くことになる（その場合、仮に、最終的な買取価格が公正性・客観性が満たされた評価額の範囲に入っていたとしても、公正性・客観性を欠く評価額の影響を受けなければ、それとは異なる、より公正かつ客観的な買取価格になっていたと考えられる）。

したがって、利害関係者間の協議が公正に行われることを前提に、公正かつ客観的な買取価格に到達するためには、各利害関係者の主張が依拠する価値評価の手法の選択や採用された前提についての公正性・客観性は決定的に重要であり、その担保のために、各利害関係者の主張が依拠する価値評価の精査が必要である。評価者が著名な価値評価機関であるか、評価者が相応しい経歴と実績を有しているかといった形式的な評価にとどまらず、当該評価者が採用した評価方法や前提が本当に公正かつ客観的なもの

であるかを精査する必要がある。

例えば、市場株価法を前提として回帰分析による補正を行う場合であれば、採用された方法が、ファイナンスや計量経済学等の学術研究によってサポートされ得る方法であること（端的には、標準的な教科書ないし査読付きの論文雑誌等に掲載されている方法であること）を確認することが、精査の1つの方法であろう。もし学術研究によってサポートされないのであれば、採用された方法が必ずしも公正なものであるとはいえなくなる。

この点、JCOM事件において手続の公正性につき事実認定を行った原々審は、例えば第三者委員会の中立性の認定以上に、第三者委員会がどのような検討を行ったかという点や、価値評価機関による評価方法の内容については踏み込まずに手続の公正性を認定しているが、本最高裁決定の判断枠組みに従うことを前提とすると、審理は不十分であったと思われる。原々審は、本件においては手続の公正性を認めつつも価格の上方補正を行うという立場であったため、手続に関する審理についてはあまり踏み込む必要はないとの価値判断が働いた可能性は否定できない。

(d) 手続の公正性が認められなかった事案

手続の公正性が認められなかった事案としては、①レックス・ホールディングス事件¹⁶（株価を下方誘導する目的で業績予測の下方修正が行われたとされた事案）、②サンスター事件¹⁷（株価を下方誘導する目的で業績予測の下方修正が行われたことが疑われるとされた事案）、③サイバードホールディングス事件¹⁸（買取される側の会社の代表取締役はMBO後も会社の経営にあたることになっており、買取する側とも利害を共通にしていたが、第三者委員会の選任したフィナンシャルアドバイザーや法務アドバイザーがいずれもMBO対象会社の選任したアドバイザーであったことなど、利益相反を解消するための措置が不十分とされた事案）、等が挙げられる。このように手続が公正でなかつ

たと判断されると、TOB価格の公表時においてTOB価格が公正な価格であったとの前提がそもそも崩れてしまうため、TOB価格を補正するというのでは足りず、裁判所は公正な価格を改めて算定しなくてはならなくなる。

一方、手続は公正であったとしつつも、そこで決定された価格においてシナジー効果の考慮が不十分であったとされた事案として、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件（以下「CCC事件」という）¹⁹やIHI事件²⁰がある。

CCC事件においては、手続自体は公正であったとされたものの、TOB価格は、独立委員会および会社が依頼した価値評価機関がDCF法で算定した組織再編後のシナジー効果が反映されたと思われる算定値の下限を、下回っていた。裁判所は、取得価格はTOB価格では不十分とし、シナジー効果が反映されるようにDCF法による評価を考慮した価格を上方修正した。本最高裁決定に従えば、手続の公正性が認められる以上、取得価格はTOB価格と同額になりそうである。しかしそのような結論は妥当ではないだろう。上記のとおり、本最高裁決定のもとでは、手続の公正性の審査においては、そもそも価格算定がどのように行われたかといった実質的な部分にまで踏み込んだ審査がなされるべきである。TOB価格が、各価値評価機関の算定した下限値を下回っていたような場合は、そもそも手続は公正ではなかったと認定すべきであろう。

IHI事件においては、裁判所は、TOB価格の形成過程が不公正であることをうかがわせる特段の事情はないとしつつ、事業統合のシナジーの評価の前提となる事実関係に重大な誤認があった（考慮すべき事実を考慮しなかった）として、取得価格を上方修正した。ここでもCCC事件について述べたのと同様のことが当てはまる。手続が公正であることを前提とすると、本最高裁決定に従えば、取得価格はTOB価格と同額になりそうであるが、シナジー評価の前提となる事実関係に重大な誤認があるような場合には、そもそも手続自体が公正でなかつ

たと判断されるべきであろう。

このように、本最高裁決定のもとでは、手続の公正性の審査はより実質的なものであることが求められることになるが、その手続の公正性の評価においては、買取価格の評価そのものの公正性や客観性も対象になるといえるべきである。CCC事件では、価値評価機関によるDCF法自体の妥当性については深入りしなかったが、会社側（大株主側）がシナジー効果を考慮に入れていなかったという意味での公正性や客観性の問題が指摘されていた。IHI事件においては、シナジー効果を図るべき前提自体が誤っているという意味で、買取価格の評価そのものが公正ではないと裁判所から判断されていた。これらの事件については、レックス・ホールディングス事件やサンスター事件のように、買取価格の評価そのものが公正ではなかったという意味で、手続の公正性も満たされないというように整理するほうが合理的である。

3 価格の補正ないし算定し直しにおける回帰分析の有効性

(1) 価格の補正ないし算定し直しが必要となる場合

以上のように、本最高裁決定に従うと、①手続の公正性が認められても、取引の基礎となった事情に「予期しない変動が生じた」と認めるに足りる特段の事情がある場合は、かかる変動に基づきTOB価格を補正すべきことになる。また、②手続の公正性が認められない場合は、裁判所は公正な価格を改めて算定し直すことになる。

①の場合、TOB価格はその公表時においては公正であったことを前提に、その後起こった「予期しない変動」が、問題となる株式の価格に与えたであろう影響を考慮し、株価の補正を行うことになる。例えば、「予期しない変動」と認められるような株式市場全般の高騰が起こった場合、かかる変動に基づき株価を補正する手段として現実的に考え得るのは、回帰分析

16 前掲最三小決平21.5.29。

17 大阪高決平21.9.1（本誌1882号100頁）。

18 東京高決平22.10.27（資料版商事法務322号174頁）。

19 大阪地決平24.4.13（金判1391号52頁）。

20 大阪高決平24.1.31（金判1390号32頁）。

である。

②の場合、DCF法等を用いて改めて株価の算定を始めからやり直すということが考えられる。ただ、算定にかかる費用の問題から²¹、実際には、TOB価格が公表される前の市場株価を利用することになる場合が多いと思われる。この場合、現実的な算定方法として考え得るのは、TOB価格公表前の市場株価に基づき基準日における株価を推定し、それに適当と考えられる割合のプレミアムを加算するという、本件で原審が採用した方法であろうか。この方法を用いるとき、TOB価格公表時と基準日との間には時間差があるから、TOB価格公表前の市場株価をそのまま用いるのは本来妥当ではなく、理屈上は常に適当な補正を行うべきであることになる。本最高裁決定の小池裕裁判官の補足意見も、手続の公正性が認められない場合は、取得価格の算定方法は「市場株価分析によらざるを得ないこともあろう」と、少なくとも一定の場合には回帰分析等による補正が必要であることを認めている。

(2) 回帰分析の信頼性

さて、いずれの場合でも問題となるのは、回帰分析の手法により算出された値がどの程度信頼できるものであるか、ということであろう。

この点、本最高裁決定における小池裁判官の補足意見は、株価は多元的な要因により決まるものであり、回帰分析はその一部のみを捉えるものであることに留意が必要、との指摘をしている。

この指摘自体は正しい。回帰分析は、多元的な要因のうち市場要因や産業要因のようなマクロ的要因が株価に与えたであろう影響を数値化するものなので、回帰分析により得られた株式価値が、個別要因による株式価値への影響に起因して実際の株式価値と乖離する可能性は、常に存在する。しかし、捨象された影響要因によって評価額と実際の株式価値が乖離すること自体は、DCF法などの他の評価方法でも生ずる問題であり、方法間で異なるのは捨象の対象にすぎない。例えば、DCF法では、一定期間以降

のキャッシュフローの額（継続価値）について毎年同額のキャッシュフローが発生するといった仮定を置くのが通常であるが、これは、将来の予想における株価変動要因を個別要因、マクロ的要因関係なく捨象していることに等しい。これに対し回帰分析は、上記のとおり、個別要因を一定程度捨象しているとはいえるものの、マクロ的要因を捨象するものではない。

また、個別要因を考慮すること自体は可能であっても、その定量化を客観的に行えるかという問題があり、以下に述べる理由から、個別要因による影響は考慮しないのが合理的である。個別要因にも、株式価値を高める要因とそうでない要因があり、それらが互いに相殺することが想定されることから、個別要因を織り込んだ株式価値と、織り込まなかった場合の株式価値が極端に大きく乖離することはない。他方、個別にそれらの要因を織り込もうとすれば、客観的な定量化は困難であり（一見「良い要因」であっても株価が上昇するとは限らず、当該要因が市場の期待を下回ればむしろ株価が下落することもあるため、ある要因による株価への影響の正負すら容易にはわからない）、また、個別要因は無数に存在し、その取捨選択および影響の程度の評価を客観的に行うのは困難である。とくに、決定係数が高い場合には、個別要因は株価の動きに対して重大な影響を与えていなかったことが示唆される。

(3) 回帰分析を採用しないと「よりあり得ない値」となる

一方、マクロ的要因については、個別要因とは異なり、具体的なデータ（各種市場インデックス）が存在しており、マクロ的要因による影響は定量化することができる。マクロ的要因により株価が変動したことが具体的な数値をもって推測されるにもかかわらず、マクロ的要因による影響を考慮しないのは、あえて「よりあり得ない値」を選ぶことになる。一般に、市場株価法を前提とすると、回帰分析を採用しない場合は、マクロ的要因も考慮しないことになる。

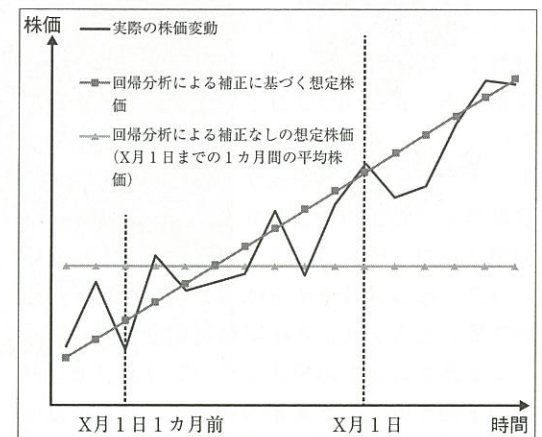
【図表3】は、株式市場全体が高騰しており、

市場株価指数と当該株価との間の相関関係がゼロではないことがわかっているという状況において、特定日（X月1日）以降の株価を算定するにあたり、その直前の株価データを前提として、回帰分析を採用する場合と採用せず直前の株価平均を用いる場合で、算定される株価（想定株価）がどのように変わり得るかを表したイメージ図である。回帰分析を採用した場合に算定される株価は、（個別要因による影響も受け）実際に実現する株価の平均であり、必ずしも実際に実現した株価とは一致しない。しかし、平均値であるがゆえ当然、より実際の株価に近いものとなる。他方、回帰分析を用いず、特定日の直前の平均株価のみを用いた場合には、算定された株価（想定株価）は実際の株価から乖離する。回帰分析を採用しないのは、あえて「よりあり得ない値」を選ぶことに等しく、妥当でない。

上場企業の場合、公正とされる株価は市場株価に基づき定められることが多いが、どの時点、どの期間の市場株価の平均をとるか等についてすら、固定的なルールが定められているものではない。また、スクイーズアウトの発表日と実施日の間に一定の期間があれば、少なくとも発表日までに得られた情報をベースに、実施日の株価について推定し、よりあり得る数値を求めるべきという考え方自体は、これまでの最高裁決定の考え方と矛盾するものではないと考えられる。このような株価補正を一律に認めないということになると、裁判所による価格決定制度は、スクイーズアウトされる少数株主の立場を守るという、本来の立法趣旨からずれたものになると考えられる。

上記②に該当する例としては、既に取り上げているが、レックス・ホールディングス事件がある。この事件では、TOBを実施することについての公表がなされる2カ月前に、業績予想を下方修正する旨のプレスリリースがなされ、その直後に市場株価が大幅に下落している。最高裁は、この業績予想の下方修正は株価の下方誘導を意図したものであることが否定できないとし、同プレスリリース後に市場株価が下落したこと等を勘案すると、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を短期に設定する

【図表3】回帰分析の採用・不採用による想定株価の相違



ことは相当ではないとして、TOB計画の公表日から遡って6カ月間の市場株価を単純平均することにより、株式の客観的価値を算定した。

TOB計画の公表時の市場株価は上記プレスリリースの影響を受けており適正な値ではない、との問題意識は正しい。しかし、だからといって、TOB計画の公表日前6カ月間の市場株価の平均値を用いるという方法によって、株価の下落前の期間の株価まで含めて平均をとって価格を決定するだけで足りたかという点、疑問がある。上記のとおり、改めて価格を算定する際に回帰分析を採用しないのは、あえて「よりあり得ない値」を選ぶことに等しく妥当ではないからである。レックス・ホールディングス事件においては、レックス・ホールディングス株価と市場株価指数の間に統計的に有意な相関関係が認められ、市場株価指数に基づく補正を行うことが妥当であることは、本稿の筆者らのうち石垣・矢野が共著者として吉峯耕平弁護士と執筆している「株式取得価格決定におけるマーケットモデルを用いた回帰分析の具体的な方法論—レックス事件を題材に—」商事2071号28頁にて詳細に議論されているので、そちらを参照されたい。

(とよしま まこと/小島国際法律事務所)
(いしがき ひろあき)
(やの ともひこ)

21 東京高決平22.5.24（金判1345号12頁）では、裁判所が選任した鑑定人の報酬が5420万円になっている。