

【会社法制分野】

◆最優秀

「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」

石塚 明人（青山学院大学大学院法学研究科博士後期課程）

会社法に限らず法学研究においては、条文や判例の解釈など文字を基礎とした研究が中心となるが、例えば税法における課税額や本研究で取扱う会社法上の価格決定裁判では、具体的な数字が争点とされる事案もある。そのような場合、紛争解決のために、具体的な数値にたどり着くまでには、従来の判例研究や学説の分析だけでは不十分であり、事案によっては数字に基づく分析が必要とされる。特に裁判実務においては、具体的な数値を得るための計算方法といった技術的な議論も必要となる。そこで、本研究では法学研究と裁判実務との橋渡しとなるような新しいアプローチとして、「数字による分析（Numerical Analysis）」を用いて研究を進めている。また、裁判実務に役立つと思われる資料として、VWAP（Volume Weighted Average Price）の特徴や平均株価算出のための定式化など、やや技術的な内容ではあるが具体的に数字でわかるように巻末に付録として補足説明した。論文要旨は以下のとおりである。

会社法の組織再編に関連した株式買取価格決定事件における「公正な価格」（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）の決定において、上場会社の株式については、市場株価を基礎として算定する判例が多い。株式買取請求日における単数日の市場株価を参照するか、あるいは一定期間における複数日の市場株価平均を採用するかは、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」であると近時の最高裁は判示している。ところが平均株価の具体的な算出方法といった技術的な点になると事案によって算出方法が異なっている。そのため、市場環境によっては算出される「公正な価格」に大きな価格差が生じ、結果的に裁判所の裁量が大きくなる場合がある。裁判所の決定価格は、当事者の経済的利害に直接絡むので、両紛争当事者の納得性が重要となる。少なくとも平均株価の計算方法といった技術的な点については裁判所の裁量とはせずに、経済的に意味を持ち、理論的で整合性のある「標準的な手法」に統一すべきである。

理論的には、ある算定基準日における「公正な価格」としてとり得る市場株価には 6 種類ある。単数日の市場株価を参照する場合は、参照する市場株価の種類として、「終値」か「VWAP」の 2 種類がある。また、一定期間における複数日の市場株価を平均する場合は、同じく「終値」か「VWAP」かの選択と平均方法として「単純平均」か「出来高加重平均」かの選択の組合せで合計 4 種類の平均株価の計算方法に分類できる。つまり、1 つの算定基

準日に対して、合計 6 種類の株価から「裁判所の合理的な裁量」によって「公正な価格」が選択されることになる。本稿では「公正な価格」を決定するために、市場株価として終値ではなく、経済的に意味のある VWAP に統一すべきであると提案する。

算定基準日として株式買取請求日が複数存在する場合で、市場株価が暴落しセリング・クライマックス (Selling Climax) を迎えた後の、いわゆる「V字回復」を含む期間で平均株価を算出する場合には、複数ある株式買取請求日における市場株価と平均株価の大小関係に「ねじれ現象」が起きており株式買取請求株主間の不平等が生じる可能性がある。この問題点は根本的には、従来から学説で争いのある算定基準日の問題と「公正な価格」を計算するために株価を平均することが複合的に絡み合いながら生じる問題である。これを解消するために、株式買取請求権行使時説を採用するのであれば、基準日における単数日の市場株価を採用すべきであり、その際市場株価として終値よりも VWAP を採用すべきである。単数日の市場株価を参照できない特段の事情があり、一定期間における複数日の市場株価平均値を採用するのであれば、算定基準日が同一になる株式買取請求期間満了時説等、特定の日に算定基準日を統一すべきである。その際の平均株価の計算方法としては学説でも主張されている「VWAP の出来高加重平均」を採用すべきとの結論となった。

---