

【会社法制分野】

◆最優秀

「株式買取価格決定における市場株価を参照した「シナジー分配価格」を無裁定価格で補正するための数理分析」

石塚 明人（青山学院大学大学院法学研究科博士後期課程）

会社法の組織再編に関連した株式買取価格決定申立事件における「公正な価格」（会社法785条1項、797条1項、806条1項）には、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つあるのが判例と通説になっている。テクモ事件最高裁決定は、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されている」と判示している。これは市場の情報効率性を前提にして、「公正な株式移転比率」が市場株価に織り込まれることによって、シナジー適正分配の結果が市場株価に織り込まれたと推定している。

しかし、実際観察される株式買取請求日における両当事会社の市場株価（VWAP）の比率（0.854）からは、裁判所が公正であると認定した株式移転比率の数値（0.9）が織り込みきれていない。これは公正な株式移転比率を前提としたシナジー分配が市場株価に対して適正に反映しきれていないことになる。少なくとも最高裁が公正であるとした株式移転比率を担保するのであれば、市場株価をそのまま採用するのではなく、株式移転比率（統合比率）と市場株価を補正した後の株価比率が同一、すなわち一物一価になるような株価補正を行う必要がある。

市場株価を補正して「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」が学説で主張され、裁判でも採用された事例がある。今のところ「シナジー分配価格」のための株価補正に関して学説の議論は見当たらないが、本稿ではそのための数理手法の一つとして、「無裁定価格補正」を提案する。これは、ファイナンス理論における無裁定価格を効率性の基準とし、かつパラメータ推定などの統計的推論が必要とされず簡便に計算できる数理手法である。しかし、この手法が法律学的な観点で公正かどうかについての議論については今後の検討課題ではある。

「シナジー分配価格」に無裁定価格補正を組み合わせることによって、少なくとも裁判所から公正と判断された統合比率という情報が、補正株価の比率には織り込まれる。そのような予測可能性の下で、市場株価が形成されるのであれば、株式買取請求権制度（あるい

は「追加請求権制度」)には市場の情報効率性を向上させる機能を持つ可能性がある。さらに、会社法における法制度や法形成と資本市場との関係でいえば、可能な限り市場の価格形成を歪めない、少なくとも裁定機会（フリーランチ）を生み出さないような法形成が必要であると思われる。