

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 5 月 29 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530084

研究課題名(和文) 裁判における計量経済学的・統計的手法の利用：会社法・証券法の分野を例に

研究課題名(英文) The Use of Econometrics and Statistics in Litigation: Cases for Corporate Law and Securities Law

研究代表者

藤田 友敬 (Fujita, Tomotaka)

東京大学・法学(政治学)研究科(研究院)・教授

研究者番号：80209064

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 4,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、会社法・証券法の分野において、すでに一部の裁判において試みられている、計量経済学的手法あるいは統計的手法の利用に関して、その可能性を探求すると同時に、このような手法のメリット、利用上の留意点といった諸点を明らかにし、今後の裁判の質の向上に資することを目的とするものである。具体的には、株式買取請求における企業価値の毀損の有無の判断のためのイベント・スタディ、「公正な価格」算定のためのマーケット・モデルによる買取請求日の市場価格の補正について、具体的な検証を行った。

研究成果の概要(英文)：This study explores the possibility of the use of econometric or statistic methods which are adopted in recent corporate law cases. Examining the advantages of such methods and their problem applied in the actual cases, the study aims at the enhancement of the quality of case decisions in the future.

In particular, the study examined, (1) the use of "event studies" for the determination whether a corporate value is deteriorated in connection with the appraisal remedy, (2) the use of market model to correct the market price of the share in connection with the appraisal remedy.

研究分野：商法

キーワード：会社法 金融商品取引法 証券法 計量経済学

## 1. 研究開始当初の背景

近時、会社法をめぐる裁判において、計量経済学的手法あるいは統計的手法の利用が試みられる例が現れてきている。たとえば東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁(インテリジェンス事件)においては、株式買取請求権に関する、いわゆる「ナカリセバ価格」(組織再編がなかったなら基準日において株式が有したであろう価格)の算定にあたって、マーケット・モデルを用いた統計的な推計の手法を用いられた。また東京地決平成22年3月31日金判1344号36頁(テクモ事件)においては、最終的な判決には採用されなかったものの、組織再編行為による企業価値の毀損の有無の立証との関係で、紛争当事者双方が、計量経済学の標準的手法であるイベントスタディの手法を用いた主張を行った。このように一部の当事者により計量経済学的手法・統計的手法が積極的に援用されつつある反面、裁判所(及び多くの会社法研究者)は、このような手法にいかに関与すればよいかについて困惑しているのが現状ではないかと思われる。

もし、このような手法を用いた主張が「技術的・専門的過ぎて理解できない」というだけの理由から、裁判において門前払いにされたり、あるいは逆に、その内容がブラック・ボックスのまま「専門的意見」として盲目的に尊重されたりすることが生じるとすれば、いずれも健全な現象とは言いがたい。そこで裁判において計量経済学的手法あるいは統計的手法を用いる可能性について、会社法・証券法の領域を例に、具体的に検討例を通じて検討することで、今後、これらの手法が、適切な範囲において、裁判過程で用いられるようになる基礎を整備する必要がある。

アメリカの証券関連訴訟においては、たとえば虚偽の情報開示なされた中で市場取引を行った投資家の損害額の主張の手法として、適切な計量経済学的手法・統計的手法を用いないと証拠として採用されないことすらある(In re Oracle Securities Litigation, 829 F.Supp. 1176, N.D.Cal.(1993))。これは、アメリカ法曹協会(ABA)等が計量経済学・統計学の知見を、分かりやすいガイドブック等の形で多くの法律家に普及させる啓蒙活動を行っている(ABA, Econometrics: Legal, Practical, and Technical Issues, 2005 参照)結果でもあるが、その前提として、1990年代以降のアメリカの学界における法学者、経済学者の共同研究の蓄積があった。わが国においても、そのような研究が今日求められている。

## 2. 研究の目的

本研究は、会社法・証券法の分野において、すでに一部の裁判において試みられている、計量経済学的手法あるいは統計的手法の利用に関して、その可能性を探求し、このような手法を用いることの具体的なメリット

は何か、このような手法が用いられることが望ましいのはどのような場面か、具体的にどのような形で利用可能なのか(標準的手法があるのかという点を含め)、利用する上で特に留意しなくてはならない点(技法上あるいは法学的な見地から)は何か、といった諸点を明らかにし、今後の裁判の質の向上に資することを目的とする。

## 3. 研究の方法

(1)まず会社法・証券法の紛争類型(たとえば株式買取請求や虚偽の情報開示が行われた市場で取引を行った投資家の損害賠償等)をいくつか取り上げ、従来の事実認定のあり方と計量経済学的手法・統計的手法を利用したそれとを比較し、後者のメリットは何かを考える。

(2)計量経済学的手法・統計的手法の標準的な方法に十分習熟した上で、問題となる紛争類型毎に、いくつかのケーススタディを行い、現実に適用し、その問題点を考える。その際、裁判制度における制度的な限界についても意識する。

(3)(2)を踏まえ、計量経済学的手法・統計的手法の限界を意識しつつ、どのような領域において、どのような形で利用が可能か、厳密に検討を進める。また計量経済学的手法・統計的手法の利用上の留意点(データの解釈等)についても、あわせて検討する。

## 4. 研究成果

(1)裁判において計量経済学的手法・統計的手法が現に利用されはじめてきている株式買取請求を素材に、その利用のあり方について検討することとした。具体的には、企業価値の毀損の認定、ナカリセバ価格算定のための「補正」の可能性について、マーケット・モデル等を用いた推計の有用性を検討した。

(2)まず企業価値の毀損の認定のために計量経済学的手法・統計的手法を用いる可能性について検討した。テクモ事件(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))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。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、9月4日のテクモとコーエーの協議開始の公表と11月18日の株式移転計画の公表の2つの時点が問題となる。

(3)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9月4日において、市場がこのニュースに対してどのように反応したかイベントスタディの手法を用いて検証した。マーケット・モデル、3ファクター・モデルいくつかの異なった推計モデルを利用して検討したところ、いずれの場合においても、市場はネガティブに反応しており、それは統計的に有意な反応であることが分かった。

しかし、このことからテクモ・コーエーの共同株式移転が企業価値を毀損したと考えるかどうかは別問題である。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。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。したがって9月4日の公表は、テクモ・コーエーの統合協議の開始と、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。

問題は株式買取請求権との関係での「ナカリセバ価格」の定義、すなわち「組織再編がなかったとすれば有したであろう」というのは、厳密には何がなかった状態を想定することになるかである。すなわち「ナカリセバ価格」による株式の買い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、一応は(a)のように考えるべきであるように思われる。ただし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ておらず今後の検討の課題である。そして、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。

(4)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。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。マーケット・モデル、3ファクター・モデルいくつかの異なった推計モデルを利用して検討しても同じことである。しかしこのことから、企業価値の毀損を認定してよいかは別問題である。本件を含め多くのケースでは、まず組織再編計画が抽象的な形で公表され、具体的な組織再編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。この場合、2回情報が示されるわけであるが、2回目の公表において株価が上昇あるいは下落した場合、それは企業価値の毀損を意味することもあれば、市場が想定していた組織再編条件とは異なる条件が公表された可能性もある。後者の場合は、組織再編によって企業価値は上昇するが、その分配が、市場の予想と異なっていただけの可能性がある(市場の予想と異なることは必ずしも企業価値の毀損と同じではないし、また比率が不公正ということを意味するわけではない)。テクモ事件の場合、当事者間でその原因について争いはあるものの、10月29日~11月18日の間にかなり大きな株価の上昇があり、このため会社はかならずしも11月18日に公表された比率は、その直前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。その結果、市場が市場価格に応じた組織再編比率を想定して形成されていたとすれば、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の比率に大きな差があれば下落が生じるのは当然である。この場合、企業価値を増大させているが、当事会社間の分配が市場の予想と違っ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。

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は、テクモの企業価値の毀損の判断の決め手となるわけではなく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。

(5)株式買取請求権との関係で統計的手法が意味を持つ第2の局面が、「基準日株価への補整」という作業である。判例の枠組みによる限り、裁判所はまず組織再編により企業

価値が毀損されたか否かを考え、もしその答えがイエスなら、「組織再編がなかったならその株式が有していたであろう価格」で買い取りを命じることになる。ナカリセバ価格とは、組織再編がなかったなら株式買取請求時において問題の会社の株式が有していたであろう価格をさす。これまでの裁判例の多くは、組織再編計画公表その直前の一定期間（たとえば1ヶ月）の平均株価を見るという認定をしてきた。しかし組織再編計画公表時と株式買取請求時の間に相当な期間が経過している場合には、市場動向に応じた「補整」した方がよいとされる。最高裁も、可能性としては「補整」を行うことも、あくまで裁判所の裁量の範囲内であるとして否定はしていない（最判平成23年4月26日集民236号519頁）。

(6)補正の手法は、単純化して言うなら、マーケットモデル等に依拠した当該株式のノーマルリターンの推計式を作って、その推計式に基準時時点の変数を導入することで、株価を推計するということである。一番簡単には、 $y = a + bx$  といった推計式を置き、 $x$ を説明変数、 $y$ を被説明変数として、両者の相関関係を明らかにする（ $a$ 、 $b$ の値を推計する）。株式買取請求の例では、 $y$ が問題の企業の株価、 $x$ は典型的には、市場インデックス（トピックス等）、業種別インデックス等を使うことになろう（なお推計式において、説明変数としてどういうものを持つてくるべきかということについては理論的な制約があるわけではないが、通常のイベントスタディで用いられないような説明変数の採用には、特段の理由がない限り、慎重であるべきである）。相関関係を観察する期間は、別にルールがあるわけではないが、直近1年ぐらいいとることが多い。したがって計画公表前1年間のデータをもとに、今言ったような回帰分析を行い、得られた推計式を用いて、計画公表の一定期間後の株価を推計することになる。なお得られた推計式については、「決定係数」、「統計的な有意性」のチェックを行うことになる。

(7)一般論としては、裁判所は、この種の補正作業にあまり消極的になるべきではない。

第1に、純粹に理論的にも、基準日において、「もし問題の組織再編がなかったとすればいくらだったか？」という考え方でナカリセバ価格をとらえる限り、計画公表日株価で代替するのはおかしい。

さらに積極的な弊害もありうることに注意すべきである。仮に「ナカリセバ基準」による場合には、計画公表前一定期間の株価を基準にしてしまうという実務が定着してしまうと、計画公表後の一定期間、投資家は、まったくリスクを負わない形で投機できる、つまり計画公表時点で、その直前の平均価格を行使価格、株式買取請求権行使時を行使時期とするプットオプションをタダでもらうことになる。そうなると、計画公表後に市場

一般に株価を下げるようなことがあった場合、組織再編があることを知りながら、大量に株式を買い集め、決議に反対し株式買取請求を行い、計画公表前の高値で買い戻させるインセンティブが生じる。こういう機会主義的行動は、最悪の場合望ましい組織再編まで不当に成立が妨げられる危険があるし、そこまでいかなくともその他の株主の犠牲においてこういう利益をあげさせることには何ら正当性がない。そういう意味では、少なくとも計画公表時から株式買取請求時までの間に、ある程度大きなマクロ要因があると、裁判所は株価の補整をする可能性がある、計画公表時の市場動向を見て株式を買い集めて買取請求をしたりすると、市場価格よりもさらに安い値段でしか買い取ってもらえなくなる可能性もあるといったルールにする必要はある。

組織再編行為により株価が下落している場合には、売却したくても事実上それが不可能な立場に追い込まれているので、下落リスクを負担させるのは酷であるから、下方修正はすべきではないといった批判もあるが、これは「組織再編がなかったなら」という前提に、組織再編がなく、計画公表時、株式買取請求時までの間に処分したなら得られたであろう利益まで考慮してやるということであり、株式買取請求制度の本質にもかかわる話である。少なくとも、最低価格を保証した状態で、計画公表時、株式買取請求時までの株式の上昇の利益を取らせてやるということ正当化する理由はない。

(8)これに対して、公開買付によって必要な株式数を集めた上で、多数決による組織再編やキャッシュアウトが行われた場合には、特殊な問題がある。公開買付によって議決権の3分の2以上を取得した株主が、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュアウトを行い、これに対して反対株主が価格決定（会社法172条）を申し立てたとしよう。

全部取得条項付種類株式の全部取得決議に伴う価格申立決定における「公正な価格」について、株式買取請求と平行に考えるとすれば、公開買付開始日以降は、公開買付価格を前提に株価形成がなされるために、公開買付開始直前の株価を参照株価として「補正」を行った上で、MBOによる企業価値の増加分のうち株主に帰属させるのが適切な部分を加算する、あるいは公開買付価格それ自体を「補正」して価格決定を行うことになりそうである。しかし、このようなケースで、「補整」による増額を認めると、株主は、公開買付後に対象会社株式の価値が、買付価格以下に下がるリスクをまったく負担しないまま、対象株式の価値が上昇するメリットを享受できる立場に置かれることになる。このような形で価格決定がなされるとすれば、公開買付に応じず全部取得条項付種類株式の取得に反対するといった機会主義的な行動を惹起し、その結果、本来企業価値を高め

る望ましいキャッシュアウトが不当に阻害されることにもつながりかねない。

このように公開買付を前置して行われるキャッシュアウトにおいて、公開買付の際に、次に起こる対価の額についてアナウンスメントが行われた場合には、公開買付と価格決定申立の間に、市場の動向等によって対象企業の株式価値を上昇させる要因が存在したとしても、それを反映させるための「補整」を行うことは適切ではない(なお誤解を避けるために付言しておく、このことは、価格決定請求に際して、公開買付価格をもって常に「公正な価格」と扱うことを裁判所に対して求めるものではない。公開買付価格自体が適正な水準ではなかった(たとえばMBOがなされなかった場合の株式の価値が過小評価されていた、あるいはMBOによって生み出される企業価値の増加分が適切に反映していなかった等)と裁判所が判断するのであれば、価格決定手続において、公開買付価格を上回る価格をもって取得価格とすべきことは当然であり、公開買付価格(=全部取得決議における対価)に不満な投資家が、価格決定請求によってその適否を争う機会を奪われてはならない)。

(9)以上の通り、裁判過程において計量経済学的手法・統計的手法を利用することは十分に可能であるし、正当性も存在する。しかし、このような手法が有効に活用されるために、前提としての法律問題についての整理が必要である。すでに(3)で述べたように「ナカリセバ価格」にいうところの組織再編承認決議がなかったとすればとはいかなる状態を意味するのかとか、二段階公開買付において、公開買付後の投機を許容すべきか否かということは、すぐれた法的な判断であり、このことは計量経済学的手法・統計的手法の利用の可否とも、利用された手法の是非とも無関係な問題である。このような整理をきちんと行うことが、現在の会社法学説に求められていることになる。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計2件)

藤田友敬「(株式保有構造と経営機構 - 日本企業のコーポレート・ガバナンス)本シンポジウムの目的」商事法務 2007号4-16頁(2013年8月), 査読無

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5-21頁(2012年8月), 査読有

〔学会発表〕(計1件)

藤田友敬, 日本私法学会日本私法学会第77回大会(2013年10月13, 14日), 京都産業大学法務研究科(京都府・京都市), 「シンポ

ジウム: 株式保有構造と経営機構 日本企業のコーポレート・ガバナンス」〔基調報告〕(2013年10月14日)

〔図書〕(計4件)

藤田友敬「相場操縦の規制」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』(公益財団法人日本証券経済研究所 2015年2月) 277-294頁

藤田友敬「支配株式の取得と強制公開買付強制公開買付制度の機能」岩原紳作=山下友信=神田秀樹編『会社・金融・法』(商事法務, 2013年11月) 33-77頁

藤田友敬「株主代表訴訟の現代的展開」川嶋四郎=中東正文編『会社事件手続法の現代的展開』(日本評論社, 2013年8月) 41-60頁

Tomotaka Fujita, Corporate Law ---Takeovers--- Issuance of Share Options as Defense Measure --- Principal Purpose Rule, in Moritz Bälz, Marc Dernauer, Christopher Heath, Anja Petersen-Padberg eds., Business Law in Japan - Cases and Comments. Intellectual Property, Civil, Commercial and International Private Law, May 2012, pp. 313-322

#### 6. 研究組織

研究代表者

藤田 友敬 (FUJITA, Tomotaka)

東京大学・大学院法学政治学研究科・教授

研究者番号: 80209064