

反対投資主による上場不動産投資信託（J-REIT）
投資口買取価格決定申立事件における定量的分析

石塚明人

青山学院大学大学院法学研究科博士後期課程

2013 年 3 月

反対投資主による上場不動産投資信託（J-REIT）
投資口買取価格決定申立事件における定量的分析
（Quantitative Analysis for the Equity-holders' Appraisal Remedy
in the J-REITs Merger Case . ）

石塚明人

青山学院大学大学院法学研究科博士後期課程

（最終改訂日 2013 年 3 月 24 日）

目次

論文要旨	1
1 章 はじめに	2
2 章 上場不動産投資信託（J-REIT）と投資法人	2
2-1 投資信託及び投資法人に関する法律	3
2-2 投資法人の組織再編に関する規定	4
2-3 不公正な合併比率に対する投資主の法的手段	6
2-4 定量的手法を用いた分析手法	8
3 章 NCI 投資口買取価格決定申立事件	10
3-1 決定の概要	10
3-2 企業価値または投資主価値毀損有無の判断	11
3-3 合併比率の公正性と投資口の「公正な価格」	13
4 章 定量的分析による検証と問題点の検討	14
4-1 企業価値または投資主価値毀損有無の定量的検討	14
4-2 市場価格比率（NCI/UUR）の推移	16
4-3 補正投資口価格の算出と検討	17
4-4 検討課題	19
まとめ	20
付録 1 投資口価格補正のためのモデル選択手法	21
付録 2 回帰分析と投資口価格補正モデル選択の検証結果	21

論文要旨

本研究では、上場不動産投資信託（J-REIT）の投資法人における吸収合併に関連して、それに反対する投資主からの投資口買取請求による投資口買取価格決定申立事件決定（東京地決平成 24 年 2 月 20 日）を素材として、投資口買取価格の「公正な価格」（投信法 149 条の 3 第 1 項）が決定される過程や計算方法といったやや技術的な論点を中心に定量的な分析を行い問題点等の検討を行った。分析手法としては、これまで会社法における株式買取請求事件で蓄積された先行研究の方法を利用し、株式と同様に投資口価格の場合にも適用可能であるという前提のもとで分析を行っている。最初に企業価値または投資主価値の毀損有無について検討し、次に企業価値が毀損したと仮定して

「ナカリセバ価格」を算出するための投資口の価格補正に関して検証している。結論としては、これまで会社法組織再編における株式買取請求事件で蓄積されてきた定量的手法が検討課題は多いが、本件のような上場投資口にも適用可能であることが検証できた。

1章 はじめに

本研究では、上場不動産投資信託（J-REIT：Real Estate Investment Trust）の吸収合併において提起された投資口買取価格決定事件である東京地決平成 24 年 2 月 20 日¹（以下「本件」と呼ぶものとする）について、主に定量的な分析手法を用いて事案の検討を行った。その際の検討課題としては、①企業価値または投資主価値が増加したか否かに関連する定量的判断と②「公正な価格」の計算方法の 2 点に大きく分けられる。①については、株式買取請求事件において「公正な価格」を決定するための前提となる争点である。必ずしも定量的に検討されるとは限らないが、定性的な判断をする場合であっても、その際に基礎となる資料として市場価格等を用いた定量的分析が重要となる場合が多いと考えられる。次に、②については、これまで多くの上場企業（株式会社）の組織再編に関連した株式買取価格決定事件において「公正な価格」の決定が裁判所によってなされている。その中でも上場会社が当事者となる場合は、「公正な価格」を算出するために市場価格を参照する事案が多い。本件においては、株式ではなく投資信託が問題となる事案ではあるが、上場株式と同様に東京証券取引所に上場され、投資口が日々市場で取引されているため、市場価格の参照が可能である。また本件においては「ナカリセバ価格」が認められたわけではないが、投資主側は企業価値が毀損したとして「ナカリセバ価格」を買取価格算出の根拠としていた。その算出方法としては、「回帰分析の観点から一定の補正」をしていることから、本稿においても「回帰分析的手法」による株価補正を検討する。

はじめとして 2 章では、J-REIT の仕組みや法制度について簡潔にまとめ、会社法の組織再編における反対株主の株式買取請求制度の学説や判例の概要に触れ、株式買取価格決定事件の最大の争点となる「公正な価格」の意義や算定基準の概略について簡単にふれた。またこのような事案における紛争を解決するために、定量的手法や統計的手法がどのように活用され、あるいはされ得るかを検討している。また、合併比率が不公正な場合において、投資主が採り得る法的手段について、会社法の学説や判例から検討している。3 章においては、本件投資口買取価格決定申立事件における事案の概要と決定要旨、さらに本稿で取り上げる定量的分析の適用場面について整理した。それを受けて 4 章では、この適用場面においては回帰分析や統計的手法以外にも簡便な定量的手法として投資口価格比率の分析を行い、問題点等を検討した上で、最後にまとめとした。なお、「回帰分析的手法」として回帰モデルの選択や補正投資口の計算方法も検討しており巻末付録に掲載した。

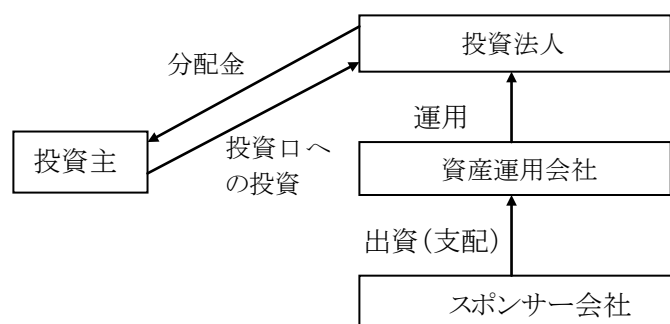
2 章 上場不動産投資信託（J-REIT）と投資法人

不動産投資信託を設立するために必要な法律である「投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という。）」について、本件で問題となる反対投資主の投資口買取請求（投信法 149 条の 3

¹ 東京地決平成 24 年 2 月 20 日金融・商事判例 1387 号 32 頁「投資口買取価格決定申立事件決定」。

と 149 条の 8) を検討する。投信法が規定する J-REIT の形態としては、①契約型の投資信託（同法 2 条 3 項）と②会社型の投資法人（同法 2 条 12 項）の二つのタイプがある²。①の契約型では、委託者指図型投資信託（投信法 2 条 1 項）または委託者非指図型投資信託（同法 2 条 2 項）を利用するスキームが予定されているが、日本における J-REIT の現状としては、もっぱら②の会社型の投資法人を利用したスキームが採用されている³。ここで、「投資法人」とは、資産を主として特定資産に対する投資として運用することを目的として、投信法に基づき設立された社団である（同法 2 条 12 項）。投資法人は、資産運用会社にその資産の運用に係る業務の委託をしなければならない（同法 198 条 1 項）。そのため投資法人の資産運用のパフォーマンスは資産運用会社とその親会社である「スポンサー会社」⁴の信用力などの投資法人以外の運用体制にも左右されることになる⁵。

図表 2-1 不動産投資信託（J-REIT）の運用体制



本件のような投資法人同士の吸収合併においては、「当該投資法人間のみならず、各資産運用会社間に特別の資本関係等がないかどうかも含め、独立当事者性を判断すべきものと解される。」と裁判所は判示しているように、当事投資法人だけでなく J-REIT の運用に関連した資産運用会社とスポンサー会社など、投資法人以外の会社間における独立当事者性まで範囲が及ぶ点が会社法上の組織再編における株式買取請求事件の場合と異なる点であろうと思われる。

2-1 投資信託及び投資法人に関する法律

投資法人に関しては、投信法の第三編の「投資法人制度」に、設立、投資口及び投資証券、機関、事務の委託、投資口の払戻し、計算等、投資法人債、規約の変更、解散、合併、及び清算といった会社法における会社と同様に投資法人の基本的な規定がおかれている。また会社法の規定が多く準用されているが、投資法人の登録、業務範囲と委託、監督といった独特の規定もある。

² 新家寛＝上野元（西村あさひ法律事務所）編『REIT のすべて―新規組成・上場から倒産処理まで』（民事法研究会，2012）22 頁参照。また、J-REIT とは、我が国の投信法に基づいて組成される投資信託または投資法人を用いた REIT のことを意味する（同書 2 頁）。

³ 新家＝上野・前掲注 2）26 頁参照。

⁴ 新家＝上野・前掲注 2）41 頁によれば、「スポンサーは、投信法上の機関ではなく明確な定義もないが、投資主、資産運用会社の株主その他の投資法人の関係者であり、投資法人や資産運用会社のセットアップや運用資産の取得その他投資法人にかかる資産運用等に主導的な立場で関与する者」としている。スポンサーは資産運用会社へ出資し支配権を取得し役員を派遣していることが多く、また本件投資口買取決定事件における当事者（相手方）である投資法人が運用を委託する資産運用会社はスポンサー会社の子会社であった。

⁵ 新家＝上野・前掲注 2）41 頁参照。さらに同書によれば、「スポンサーの持つ有形無形の社会的信用力は、投資家への印象や投資法人のリファイナンスに際して重要な要素となっている」ものの、投資法人や投資主との間の利益相反の問題もあり、資産運用会社の忠実義務（金融商品取引法 42 条 1 項、投信法第 34 条の 2 第 1 項（削除））が規定されている。

図表 2-2 株式会社と投資法人の関係用語の主な違い⁶

	株式会社	投資法人	備考
設立・有価証券関連	発起人	設立企画人	投信法 65 条（会社法の規定を準用する場合の読替え等）
	定款	規約	
	株式	投資口	
	株券	投資証券	
	株主	投資主	
ガバナンス関連	株主総会	投資主総会	執行役員と監督役員 役員等（投信法 115 条の 6）は、役員と会計監査人からなる。
	取締役会	役員会（投信法 112 条）	
	取締役	執行役員（投信法 109 条）	
	社外取締役	監督役員（投信法 111 条）	
	会計監査人（投信法 115 条の 2）		

投資法人の機関としては、投資主総会（投信法 89 条）とそれ以外に、「一人又は二人以上」の執行役員と「執行役員の員数に 1 を加えた数以上」の監督役員、役員会、及び会計監査人がある（同法 95 条）。ここでは特に執行役員及び監督役員を役員（同法 96 条）とすると規定している。執行役員は、投資法人の業務を執行し、投資法人を代表し（同法 109 条 1 項）、監督役員は、執行役員の職務の執行を監督する（同法 111 条 1 項）。また執行役員と監督役員は兼務できない（同法 100 条 4 号）。会計監査人は、投資法人の計算書類等を監査し、会計監査報告を作成する（同法 115 条の 2）が、位置付けや権限は、株式会社における会計監査人とおおむね同様であるが、投資法人においては資産運用会社といった外部への委託スキームが採用されていることから、調査権限は広いとされている⁷。

2-2 投資法人の組織再編に関する規定

投資法人における組織再編においては、吸収合併（投信法 147 条 1 項）と新設合併（同法 148 条 1 項）が認められているが、会社法のように合併以外の組織再編として、会社分割、株式交換、株式移転については投信法において規定がない。投資法人の吸収合併とは、投資法人が他の投資法人とする合併であって、合併により消滅する投資法人の権利義務の全部を合併後存続する投資法人に承継させるものである（同法 147 条 1 項）。また、新設合併は、2 以上の投資法人がする合併であって、合併により消滅する投資法人の権利義務の全部を合併により設立する投資法人に承継させるものをいう（同法 148 条 1 項）。なお投資法人の合併では、投資法人を支配しただけでは完成しない場合がほとんどである点に注意が必要である⁸。

投資法人の吸収合併において、吸収合併消滅法人は、効力発生日の前日までに、投資主総会の決議によって、吸収合併契約の承認を受けなければならない（投信法 149 条の 2）。反対投資主の投資

⁶ 新家＝上野・前掲注 2) 45 頁(図表 1-6「株式会社と投資法人の概念の対比」)では、投信法の執行役員が会社法における取締役に対応し、投信法の監督役員が会社法の社外取締役に対応させている。その理由としては、「監督役員は株式会社における監査役に相当するものと位置づけて理解することもできるが、役員会における構成員であることに鑑み、社外取締役の役割に近いと理解する方が適切と思われる。」(同書 50-51 頁)としている。その他、会社法における「剰余金の配当」(会社法 151 条 8 号)の読み替えとして、「金銭の分配」(投信法 79 条 4 項)と規定しており、本稿では株式における配当金に対応させて投資口においては「分配金」と呼ぶものとする。

⁷ 新家＝上野・前掲注 2) 52 頁参照。

⁸ 高橋壮介「不動産投資法人(REIT)のM&A」金融法務事情 1828 号(2008)27 頁参照。さらに、「実際に投資法人の資産運用を行う資産運用会社を支配しない限り、REIT 事業を完全に支配できないことに注意しなければならない。」としている。

口買取請求によって、この投資主総会に先立って当該吸収合併に反対する旨を吸収合併消滅法人に対し通知し、かつ、当該投資主総会において当該吸収合併に反対した投資主が、当該吸収合併消滅法人に対し、自己の有する投資口を「公正な価格」で買取を請求することができる（投信法 149 条の 3 第 1 項）⁹。その他反対投資主としての要件としては、効力発生日の 20 日前の日から効力発生日の前日までの間に、株式数を明らかにすること（会社法 797 条 5 項）、存続株式会社等の承諾を得た場合に限り、その株式買取請求を撤回することができる（会社法 797 条 6 項）等の規定は会社法を準用している（投信法 149 条の 8 第 4 項）。次に、投資口買取請求をした反対投資主と当該投資法人との間で、効力発生日から 30 日以内に協議が調わないときは、その期間満了の日後 30 日以内に、裁判所に対し価格の決定の申立てをすることができる（投信法 149 条の 8 第 4 項、会社法 798 条 2 項）。

会社法の株式買取価格申立事件決定において問題になるのは「公正な価格」の決定方法である。改正前商法と会社法での大きな変更点は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナ価格」（改正前商法 245 条の 2）以下、「ナカリセバ価格」という。）から「公正な価格」（785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）へと文言が変化したことである。会社法における「公正な価格」の意義は、組織再編が行われていなければ存在したであろう価格だけではなく、組織再編行為によって生じるシナジーをも株主に対する配分に含める（以下、「シナジー価格」）こととされている¹⁰。「公正な価格」には「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」の 2 種類の価格が存在すると解されている¹¹。また上場会社の株式については、市場で形成された市場価格を基礎として「公正な価格」を算定するのが会社法判例として定着している¹²。

組織再編行為自体により当該当事会社の企業価値が毀損された場合¹³あるいはシナジー効果その他の「企業価値の増加が生じない場合」¹⁴の買取価格は「ナカリセバ価格」となる。さらに、「企業価値の増加が生じない場合」以外の場合には、組織再編の比率が公正な場合に株式が有する価格であるとし、「シナジー分配価格」になるとされている¹⁵。

会社法と同様に投信法の「公正な価格」（投信法 149 条の 3 第 1 項）の算定についても、条文に明文の規定が無いが、後述するように本件地裁決定（東京地決平成 24 年 2 月 20 日）では、吸収合併消

⁹ また吸収合併における吸収合併存続法人の投資主も同様に、同法人に対し、自己の有する投資口を公正な価格で買い取ることを請求することができる（投信法 149 条の 8）。

¹⁰ 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務、2005）221 頁参照。

¹¹ 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』（商事法務、2007）282-283 頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号（2006）80 頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号（2009）4 頁参照。

¹² 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判時 1068 号 110 頁参照。さらに、最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1785 頁、金融・商事判例 1388 号 16 頁「テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定」では、「株式が上場されている場合、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる。」として、積極的な評価をしているようである。さらに同最高裁決定の補足意見によれば、「それはさしたる困難を伴わず、かつ、高額な鑑定費用も要さず迅速な買取価格の決定に資するから、方法において適切であるということになる。」というように、経済性といった別の観点でも評価しているようである。

¹³ 藤田・前掲注 11）282 頁参照。

¹⁴ 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁、金融・商事判例 1366 号 9 頁「楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定」。

¹⁵ 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 12）参照。

減法人の投資主による投資口買取請求に係る「公正な価格」は、裁判所の裁量により、事案に応じて、投資口買取請求がされた日における吸収合併がなければ当該投資口が有していたであろう客観的価値、又は吸収合併によるシナジーを適切に反映した当該法人の投資口の客観的価値を基礎として算定するのが相当であると判示している。

2-3 不公正な合併比率に対する投資主の法的手段

本件のような投資法人同士の吸収合併において、合併比率を不満とする吸収合併消滅投資法人の投資主が採り得る法的手段について簡単に検討した。まずは事後的な救済を求めるもので5種類にまとめると、①投資法人の役員等への損害賠償請求の訴え（投信法 115 条の 7 第 1 項）、②責任追及の訴え（投資主代表訴訟）（投資法 116 条、投信法規則 125 条、会社法 847 条 1 項）、③投資口買取請求（投信法 149 条の 3）、④合併無効の訴え（投信法 150 条、会社法 828 条 1 項 7 号）、⑤投資主総会決議取消の訴え（投信法 94 条 2 項、会社法 831 条 1 項）等が考えられる¹⁶。これら事後的な法的手段において、仮に①から⑤までの法的な手段をとったとしても、投資主が保有する投資口価格下落に対して実際にどの程度経済的な補償が認定されるかは個別事案に依ることになる。

図表 2-3 不公正な合併比率に対して投資主が活用できる事後的な法的手段

法的 手続	①損害賠償 請求の訴え	②責任追及の 訴え（投資主代 表訴訟）	③投資口買取請 求／投資口買取 価格決定申立て	④吸収合併 無効の訴え	⑤投資主総会 の決議の取消 しの訴え
内容	役員等の第 三者に対する 損害賠償 責任	役員等の投資 法人に対する 損害賠償責任	投資口の「公正な 価格」での買取請 求／価格決定申 立	吸収合併の 瑕疵を争う	投資主総会 決議の取消
根拠 条文	投信法 115 条の 7 第 1 項	投資法 116 条、 投信法規則 125 条、会社法 847 条 1 項	投信法 149 条の 3 ／同条 4 項、会社 法 786 条	投信法 150 条、会社法 828 条 1 項 7 号	投信法 94 条 2 項、会社法 831 条 1 項
被告 等	役員等 （執行役員、監督役員又は 会計監査人）		投資法人 ／吸収合併後の 存続投資法人	当該投資法人 会社法 834 条 7 号 会社法 834 条 16 号・17 号	

注：会社法の条文は投信法によって準用される条文を意味する。

まず、①と②は役員等¹⁷に対して責任を追及する裁判であり、③から⑤は当該投資口の発行会社に対する裁判という大きな違いがある。さらに投資主が原告となる場合においては、①と②では填補されるべき損害が直接損害か間接損害かによって取れる法的手段に差があることになるかと思われる¹⁸。⑤の投資主総会決議取消の訴えであるが、支配従属関係にある当事会社間の吸収合併の様に、特別利害関係人の議決権行使により著しく不当な合併条件を有する支配会社が影響力を行使す

¹⁶ 新家＝上野・前掲注 2) 571 頁によれば、①においては投資法人役員以外にも、「投信法が認めていない現金交付合併を、投信法の潜脱的手法により実現したことが不法行為を構成するとの根拠などに基づく」買取者側への損害賠償請求（民法 709 条）がなされる可能性があるとしている。さらに、「この場合に少数投資主が受ける損害は、公正な対価と実際に交付された対価の差額であると認められるため、損害賠償リスクの有無も、基本的に、後述する対価の公正性の問題に帰着することになると考えられよう」としている。

¹⁷ 役員等は、執行役員、監督役員又は会計監査人を意味する（投信法 115 条の 6 第 1 項）。

¹⁸ 会社法において、間接損害でも株主が役員等に対して 429 条 1 項の損害賠償請求ができるかどうかに関しては争いがある。

ることにより、著しく不公正な合併条件が承認される場合には会社法 831 条 1 項 3 号の株主総会決議取消事由に該当し訴えを提起できるとされている¹⁹ので、投資主総会決議取消の訴えは可能であると思われる。

最後に④吸収合併無効の訴えについてであるが、会社法判例では否定説²⁰をとっており、「原告は、合併比率が著しく不当かつ不公正であることが合併無効事由に該当すると主張するが、合併比率が不当であるとしても、合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当又は不公正ということ自体が合併無効事由になるものではないというべきである。」²¹としている。しかし、会社法学説では肯定説をとる見解も有力であり「株式買取請求権を行使する余地があるとしても、現在の手続きを前提とする限り、差止請求、合併無効の訴えあるいは取締役等に対する損害賠償請求を認める必要性はありうる」²²という見解やさらに「合併比率の不公正が合併無効事由になるかどうかについては、争いがあるが、これを認めるべきである。」²³とする有力説がある。投資法人の場合は、存続投資法人において簡易合併を利用する場合には、「存続投資法人の投資主には投資口買取請求権が認められないと考えられることから、合併比率の不公正を理由として合併無効が争われる余地が認められるべきといった議論もありうる」²⁴という肯定的な見解がある。

なお投資主がとりうる事前の法的手段としては、会社法における株主では効力発生前の差止請求（210 条の類推適用）²⁵が考えられるが、「投信法は、会社法 210 条を準用しておらず、同条に相当する規定も存在しない。そのため、投資主には、新投資口発行が投資主に不利益を与えることを直接の理由として差止めを請求する権利は、認められていないと解される。」²⁶との見解がある。そのほかにも投資主が事前に投資口の発行の差止めを求めるためには、執行役員の違法行為等の差止請求

¹⁹ 江頭憲治郎『株式会社法・第 4 版』（有斐閣，2011）350 頁脚注（7）参照。さらに、決議取消事由が存在する場合において、通説によれば吸収合併等行為の効力発生前は組織再編無効の訴えにより、効力発生後は決議取消の訴えによるべきとしている。

²⁰ 東京地判昭和 30 年 2 月 28 日下民 6 巻 2 号 361 頁。東京地判平成 1 年 8 月 24 日判例時報 1331 号 136 頁、判例タイムズ 717 号 201 頁、金融・商事判例 832 号 21 頁、資料版商事法務 66 号 95 頁「三井物産の合併無効確認請求事件判決」。東京高判平成 2 年 1 月 31 日資料版商事法務 77 号 193 頁「三井物産の合併無効確認請求事件控訴審判決」。最三小判平成 5 年 10 月 5 日資料版商事法務 116 号 197 頁。同事件は、合併比率が著しく不当かつ不公正であるとして、存続会社（三井物産）の株主が合併無効の訴えを提起した事案である。同事件高裁判決の評釈としては、遠藤美光「合併比率の不公正と合併無効事由」『会社法判例百選・第 2 版（別冊ジュリスト 205 号）』〔江頭憲治郎ほか編〕（有斐閣，2011）184-185 頁がある。

²¹ 東京地判平成 1 年 8 月 24 日・前掲注 20）。

²² 弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念企業法の理論（上）』（商事法務，2007）629 頁。さらに、同頁脚注（6）では、「株式買取請求権の行使要件として、あらかじめ反対の意思を通知し、かつ、総会においても反対することが要求されているが、そもそも、一般的な株主はそのような手続きは必要なことはおろか反対株主の買取請求権の存在を知らない可能性があるから、事前の通知をせず、株式買取請求権を行使できないことが少なからずありえたと推測されるが、事前の通知をしなかったことによって、他のほとんどの救済手段が認められないという結果が生ずると解することは、株主保護の観点から許容しがたい結論を導くことになる。」としている。

²³ 神田秀樹『会社法・第 15 版』（弘文堂，2013）341 頁。さらに、合併比率が不公正であった場合には、株式買取請求権があることを理由に無効事由にならないとする東京高判平成 2 年 1 月 31 日・前掲注 20）を疑問としている。

²⁴ 新家＝上野・前掲注 2）512 頁参照。

²⁵ 神田秀樹『会社法・第 15 版』（弘文堂，2013）358-359 頁参照。神田教授によれば、「株式交換・株式移転が効力を生じる前は、その差止請求が認められると解すべきである（210 の類推適用）」というように、株式交換と株式移転の場合という条件が付いており、これが吸収合併にまで及ぶかは不明である。

²⁶ 新家＝上野・前掲注 2）420 頁。

権（投信法 109 条 5 項、会社法 360 条 1 項）があるが²⁷、投信法 109 条 5 項が会社法 360 条 1 項の読み替え規定として「回復することができない損害」であることを損害の要件としていることから適用範囲が限定され、投資主保護手段として会社法 210 条と同様の機能を求めることができるかは疑問とする見解がある²⁸。

2-4 定量的手法を用いた分析手法

これまで株式買取請求事件において「公正な価格」に関連して定量的なアプローチが試みられており、その中には実際に両当事者から統計的手法を用いた鑑定意見書が提出されたとされるケースも報告されている²⁹。さらには、実際に裁判所から株式買取価格決定事件における「公正な価格」の決定で採用され、決定内容にも部分的ではあるが計量モデルの内容が記述されるようになっており³⁰、これを契機に主に株式買取請求事件を題材とした定量的分析の研究が進展している。上場企業の組織再編における株式買取請求事件において、その定量的分析の利用場面としては主に以下の 2 点がある³¹。

- ① 企業価値または株主価値毀損の有無を判断する場面。
- ② ①の判定を基に「公正な価格」を算出する場面。

²⁷ 裁判例としては、東京地決平成 22 年 5 月 10 日金融・商事判例 1343 号 21 頁「執行役員違法行為差止仮処分命令申立事件」がある。同事件では、FC レジデンシャル投資法人の投資主（債権者）が、本投資法人の代表者たる執行役員（債務者）に対し、募集投資口の発行は、その払込金額が投信法 82 条 6 項に定める投資法人の保有する資産の内容に照らし公正な金額ではない違法があり、また債務者が本投資法人に負うべき善管注意義務（投信法 97 条、民法 644 条）、忠実義務（投信法 109 条 5 項、会社法 355 条）に違反する違法があり、これにより本投資法人に回復することができない損害を生ずるおそれがあると主張して、投信法 109 条 5 項の準用する会社法 360 条 1 項に基づく違法行為差止請求権を被保全権利として、本件新投資口発行を仮に差し止めることを求める仮処分申立てが認容された事案である。

²⁸ 新家＝上野・前掲注 2) 421 頁参照。

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に——」商事法務 1910 号（2010）15 頁脚注（3）参照。さらに、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 49-57 頁があり、テクモ事件においては、会社側と株主側の双方から統計的手法を用いた意見書が裁判所に提出されたようである。両論文では、株式買取価格決定申立事件における証拠資料のために導入した計量分析的手法等に関連した議論がなされている。さらに、民集 66 巻 3 号・前掲注 21) 1797-1894 頁には、「平成 23 年（許）第 21 号抗告代理人梅野晴一郎ほかの抗告理由書」（以下、「会社側抗告理由書」）の中に、統計的手法を用いた資料が確認できる。

³⁰ 東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件抗告審決定」。

³¹ 森田・前掲注 29) 15 頁脚注（3）によれば、実際の株式買取価格決定申立事件という裁判における証拠資料として導入された統計的手法の適用方法と具体的な分析結果とともに問題点等が検討されている。さらに定量的分析の利用場面の①と②の両方において、定量的な分析方法の問題点等を検討したものとして、拙稿「テクモ株式買取価格決定申立事件における計量経済モデル利用上の注意点」法と経済学会第 10 回全国大会報告論文（2012）1-17 頁〔http://www.jlea.jp/2012zy_zr/ZR12-08.pdf〕があり、同稿ではテクモ事件地裁決定を題材としてイベント・スタディといった計量経済モデルを裁判の場で利用する場合の注意点について触れている。また、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（2012）5-21 頁では、計量経済学的・統計的手法の裁判過程における利用によって①の企業価値毀損有無における判断方法の改善が期待できる面があるとしつつも、テクモ事件を例にあげて、計量経済学的に「正しい」手法を用いて株価下落が観測されたとしても、「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」（16 頁）としている。さらに藤田教授は、具体的な問題点として、イベントとして何を採用するかということと、統計的に有意な株価下落それ自体の解釈を挙げつつも、「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。」（17 頁）と肯定的な見解を示している。

最初に①では、当該企業の市場株式価格の変動を分析することによって、企業価値または株主価値の毀損を判定する方法がある。近時の株式買取請求事件の裁判例では、上場会社の場合は組織再編の公表日等から効力発生日（または取引最終日）までの期間における、株式買取請求を受ける上場会社の市場株価と市場指数の収益率を相対比較することによって、企業価値毀損有無の判断を行う場合もある³²。さらにより理論的で精緻な方法として、イベント・スタディといったファイナンス実証分析で使用されている計量分析の手法を用いる方法も提案され研究されている³³。ただし本稿4章においては、①についてイベント・スタディといった統計的手法は採用せず、投資口の市場価格と市場指数の収益率との比較や投資口価格比率（相対価格）の分析といった簡易な定量分析を行うものとする。

次に、②においては、特に①の企業価値が毀損したという場合に、適用される「ナカリセバ価格」を算出するために必要となる市場株価補正のためのマーケット・モデルが利用される場合がある³⁴。実際、インテリジェンス事件高裁決定³⁵によって、回帰分析を使用した補正株価によって算出された「ナカリセバ価格」が「公正な価格」として裁判所から認められることになった³⁶。それ以前の裁判例において、組織再編の種類は異なるが「回帰分析的手法」を用いた株価補正³⁷を利用した意見書も提出されてはいたが、裁判所において採用はされなかった³⁸。本件投資口買取価格決定事件においても、裁判所からは認められていないが、投資主側から「ナカリセバ価格」が主張され、投資口の市場価格を「回帰分析の観点から一定の補正」をしたとされているので本稿においても検討した。

³² この手法を採用した主な裁判例としては、東京地決平成21年4月17日金融・商事判例1320号31頁「協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件決定」、東京地決平成22年3月5日金融・商事判例1339号49頁「楽天対TBS株式買取価格決定申立事件決定」、東京地決平成22年3月29日金融・商事判例1354号28頁「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件」及び東京地決平成22年3月31日金融・商事判例1344号36頁「テクモ株式買取価格決定申立事件決定」など東京地裁民事第8部の事案となっている。

³³ ①の企業価値毀損の有無を判定するためにイベント・スタディ等の定量的手法について実際の裁判例を題材として実証分析した論稿として、森田・前掲注29)、池谷・前掲注29)、拙稿「テクモ株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究21号(2013)(掲載予定)などがある。

³⁴ 株価補正とは、組織再編の計画等が公表された起点日(イベント日)から株式買取請求日(または組織再編の効力発生日など)までの期間における当該組織再編を原因としない株価変動要因(例えば、市場全体の動向や業界特有の事情による)を取り除くために市場株価に対して、計量的な補正を行う手法のことである。その補正のための「回帰分析的手法」の一つとしてマーケット・モデルというファイナンス計量分析の手法が用いられる。日本の株式市場に上場する株式銘柄に適用される標準的なマーケット・モデルでは当該企業株価の日次収益率を被説明変数として、TOPIXなどの市場指数の収益率を説明変数として回帰分析することによって、両者の関係式を推定することになる。

³⁵ 東京高決平成22年10月19日・前掲注30)14頁。

³⁶ インテリジェンス事件における「ナカリセバ価格」の算出や「回帰分析的手法」の利用に関しての理論的な検証と問題点等に関しては、拙稿「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件における計量経済モデルの利用」ソフトロー研究19号(2012)57-58頁を参照。

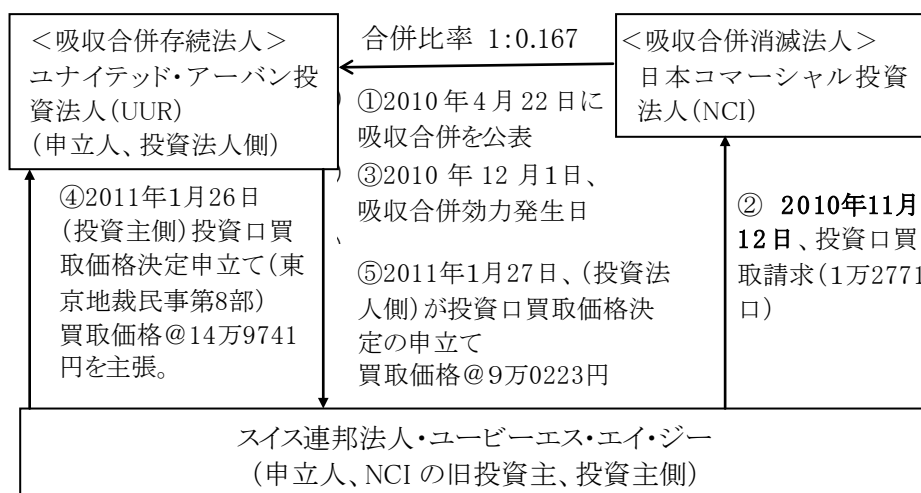
³⁷ 拙稿「楽天対TBS株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究20号(2012)95-135頁では、株価補正のための「回帰分析的手法」についての具体的なモデルの提案とその実証的な検証が行われている。

³⁸ 東京地決平成22年3月5日・前掲注32)と東京地決平成21年3月31日金融・商事判例1315号26頁「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件」。両事案とも「回帰分析的手法」が使用されて株価補正が行われた意見書が提出されたとされるが、具体的方法については不明である。

3 章 NCI 投資口買取価格決定申立事件

日本コマーシャル投資法人（以下「NCI」という）を吸収合併消滅法人、ユナイテッド・アーバン投資法人（以下「UUR」という）を吸収合併存続法人とする吸収合併に反対した NCI の投資主である申立人が、NCI に対して投信法 149 条の 3 第 1 項に基づき、その保有する投資口を買い取ることを請求したところ、価格について協議が調わなかったため、投資主及び UUR（NCI の吸収合併存続投資法人）が、それぞれ、同条第 4 項、会社法 786 条 2 項（準用）に基づき、投資口に係る買取価格の決定を申立てた事案である。

図表 3-1 本件吸収合併に関連した投資口買取価格決定申立事件

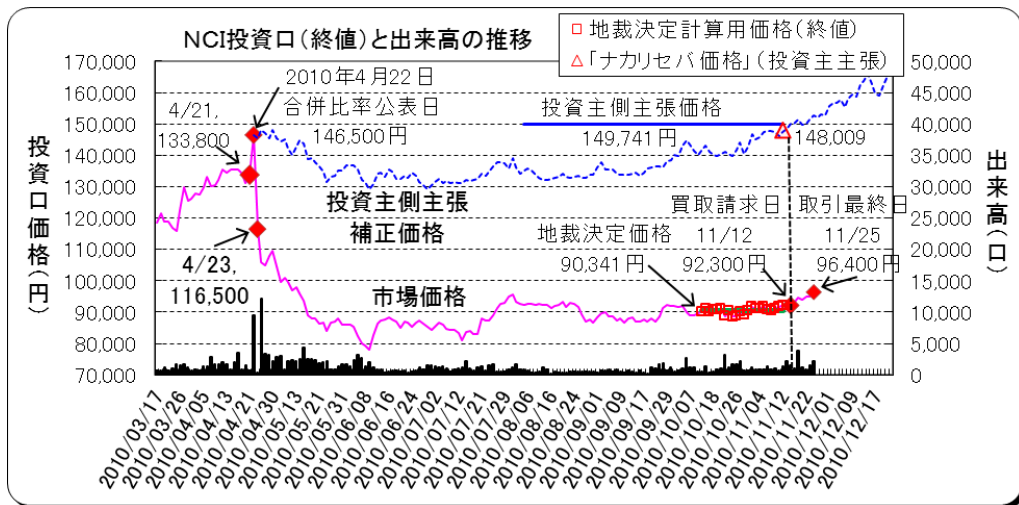


3-1 決定の概要

投資主側（申立人）は、本件吸収合併について、一般に公正と認められる手続によって効力が発生したものとは認められず、これによって NCI の企業価値又は投資主価値が毀損され、あるいは、シナジーの配分が不適切であったことは明らかであるから、本件買取請求に係る「公正な価格」は、本件吸収合併がなければ本件投資口が有していたであろう客観的価値、すなわち「ナカリセバ価格」を基礎として算定すべきであると主張しており、「公正な価格」の算定に際しては、上記「ナカリセバ価格」（148,009 円）に、本件合併交付金相当額を加算すべきとし、本件買取請求に係る「公正な価格」は、1 口当たり 149,741 円と主張している（図表 3-2）。

一方、投資法人側（相手方）においては、本件吸収合併が、相互に特別の資本関係のない独立した投資法人同士の合併であり、一般に公正と認められる手続によってその効力が発生したものとは認められ、NCI の企業価値ないし投資主価値が毀損されたり、シナジーが適正に配分されていないことを窺わせるに足る特段の事情はないから、本件買取請求に係る「公正な価格」は、合併によるシナジーを適切に反映した NCI の投資口の客観的価値を基礎として算定すべきであとして、「公正な価格」は 1 口当たり 90,223 円と主張している。

図表 3-2 NCI 投資口の市場価格の推移³⁹と地裁決定価格等



東京地決平成 24 年 2 月 20 日⁴⁰では、本件投資口の「公正な価格」は、買取請求がされた平成 22 年 11 月 12 日以前の 1 か月間の NCI の投資口価格終値による出来高加重平均値をもって算定した 90,341 円であると決定した。本件吸収合併が当該投資法人にとって公正に行われたと認定し、その場合「投資口買取請求に係る『公正な価格』は、投資口買取請求がされた日を基準として、吸収合併によるシナジーを適切に反映した当該投資法人の投資口の客観的価値を基礎として算定するのが相当である。」としている。さらに、買取請求日前の 1 か月間の市場価格の終値による出来高加重平均値をもって「公正な価格」とする理由は、「偶然的要素による価格変動の排除」としており、「特定の一時点の市場価格を参照して算定するのは適切でなく、本件買取請求がされた日を含む一定期間の市場価格の平均値をもって算定するのが相当である」としている。

3-2 企業価値または投資主価値毀損有無の判断

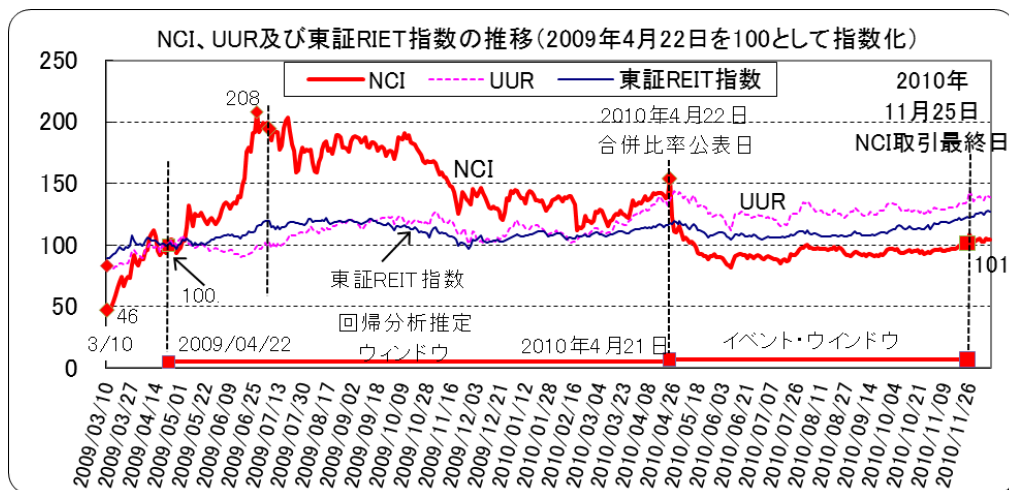
投資主側が、本件合併比率公表（2010 年 4 月 22 日）後に NCI の投資口価格が急落したことは、本件合併により NCI の企業価値ないし投資主価値が毀損されたか、本件合併によるシナジーが適切に配分されていないことを示すものであると主張し、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」を採用すべきとしていた。それに対して裁判所は、公表後における投資口価格急落の事実は認めているが、「本件合併公表後の NCI の投資口価格の下落が、本件合併により NCI の企業価値ないし投資主価値が毀損されたか、本件合併によるシナジーが適切に配分されていないことを示す特段の事情に当たるとすることはできない。」としている。その理由としては、「本件合併公表前の NCI の市場価格は、合併を含む組織再編等により NCI の破綻が回避され、その企業価値が回復することに対する市場の期待を反映したものであると考えられるが、そのような期待、その性質上、組織再編等の

³⁹ 本研究では特に断りのない限り分析に使用する東証 REIT 指数、TOPIX および個別銘柄投資口価格（終値や出来高）等の日次データ（全て分配金や配当を含まない）は、全て日経 NEEDS-FinancialQUEST: Version 2.1 より入手した。ここで東証 REIT 指数とは、「東証市場に上場する不動産投資信託（Real Estate Investment Trust）全銘柄を対象とした『時価総額加重型』の株価指数」であり、2003 年 3 月 31 日を基準日とし、その時点の時価総額を 1,000 とした場合に、2003 年 4 月 1 日から算出を開始し、現在の時価総額がどの程度かを表す指数である（東京証券取引所ホームページ http://www.tse.or.jp/market/topix/index.html#title_8）。

⁴⁰ 東京地決平成 24 年 2 月 20 日・前掲注 1）。

具体的内容や、交渉の具体的な経緯が明らかでない状況の下で、プレスリリースや各種報道等により公表される限られた情報を基に、各種の補正や思惑により形成されるものである。」として、合併が行われることについては、合併公表時点で既に投資家に認識されていた事実であるから、「市場価格の急落」については単に市場の期待が剥げ落ちたことによるものであるとしている。

図表 3-3 2009 年 3 月 10 日を基点とする投資口相対価格の推移



図表 3-4 2009 年 3 月 10 日以後の両当事法人と市場指数の累積収益率

日付	日本コマーシャル (NCI)		東証 REIT 指数		ユナイテッド・アー バン UUR (参考)	
	価格[円]	収益率	指数値	収益率	価格[円]	収益率
2009/03/10	45,000	-	748.47	-	357,000	-
2009/03/31	82,100	82.4%	845.37	13.0%	400,000	12.0%
2009/06/30	185,400	312%	973.14	30.0%	414,000	16.0%
2010/04/21	133,800	197%	976.38	30.5%	566,000	58.5%
2010/11/25	96,400	114%	1,028.35	37.4%	581,000	62.8%

さらに具体的に数値を参照した部分として、「平成 21 年 3 月 10 日以降同年 6 月頃までの間、新スポンサー会社の選定に関する具体的な発表・報道がなかったにもかかわらず、東証リート指数の上昇率を大幅に上回る上昇を示し、その上昇率が、同年 3 月末までで 82.4%（その間の東証リート指数の上昇率は 12.9%）、同年 6 月末までで 312%（その間の東証リート指数の上昇率は 30.0%）にも及んだことは、NCI の救済に対する市場の期待が、客観的な情報に基づくことなく過熱していたことを示すものといえる。」があり、「NCI の客観的な企業価値に加え、投資家による客観的な情報に基づかない各種の補正や思惑に基づく期待が織り込まれたものとなっていた」として、2009 年 3 月 10 日を観察の基点日とした場合、本件合併公表日（2010 年 4 月 22 日）時点では既に投資口価格は高い水準にあったと裁判所は認定しているようである。実際、分配金を考慮しない累積収益率で比較した場合、NCI は東証 REIT 指数や吸収合併の他方当事者である UUR の投資口価格と比較しても大きく上昇しているようである（図表 3-4）。

3-3 合併比率の公正性と投資口の「公正な価格」

投資主側としては、①本件合併公表直前の投資口価格の比率に照らし、近時の合併事例に例をみないほど消滅投資法人（NCI）に著しく不利であり、②NAV⁴¹の比率からも著しくかい離しているという2つ理由で本件合併比率が不公正であると主張したとされている。

①については、NCI 投資口の相対価格（NCI/UUR）の推移を観察すれば明らかである（後掲、図表4-4）。しかしながら裁判所においては、「合併の具体的条件は、当該合併の当事法人の置かれた経済的・社会的状況、交渉の経緯など、個別具体的な事情によって定まるものであって、単に他の合併事例と比べて条件が不利であるというだけで、投資主価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情があるということはできない。」としており、合併比率が公正性の判断基準は個別事案によって異なり、単純な他事案との比較で判断すべきでないということになる。

②について裁判所は、NAV がその基準となる保有資産の時価自体が評価方法によって変わり得るものであるとし、NCI が公表していた時価に基づく NAV 自体が、その客観的な企業価値の指標となるものであったかどうかは疑問であるとしている。そして、「不動産投資法人の企業価値は、保有資産のみならず、スポンサー会社の信用力を背景とした資金調達能力や不動産の運用能力等によっても左右されるのであり、単に合併比率が NAV の比率よりも不利であるからといって、直ちにそれが客観的な企業価値を反映しない合併条件であることを示すものともいえない。」としている。

さらに裁判所は、「吸収合併をする各投資法人が、相互に特別の資本関係がない独立した法人同士である場合に、各投資法人が第三者機関の投資口評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったものと認められ、かつ、適切な情報開示が行われた上で各投資法人の投資主総会で承認されるなど、一般に公正と認められる手続によって吸収合併の効力が発生したと認められるときは、吸収合併自体により当該投資法人の企業価値が毀損されたり、又は、吸収合併の条件（合併比率等）が同法人の投資主にとって不利であるために、投資主価値が毀損されたり、吸収合併から生ずるシナジーが適正に配分されていないことなどを窺わせるに足りる特段の事情がない限り、当該吸収合併は当該投資法人にとって公正に行われたものと推認することができるというべきである。」と判示しており、最二小決平成24年2月29日（テクモ最高裁決定）⁴²で判示された組織再編における公正性に関する推認を本件投資口買取価格決定において引用している。

本件の決定において、これまでの会社法における株式買取価格決定事件の射程を投資口買取価格決定事件にも拡張している部分が多いが、「投資法人は、資産の運用以外の行為を営業としてすることができず、また、使用人を雇用することもできないこととされている上（投信法63条1項、2項）、資産の運用に係る業務を資産運用会社に委託することが義務付けられていることから（投信法198条1項）、その企業活動は主として資産運用会社によって担われているものである。したがって、投資法人同士の吸収合併においては、当該投資法人間のみならず、各資産運用会社間に特別の資本関

⁴¹ 日本証券アナリスト協会編（新井富雄＝大場昭義監修）『証券分析・投資運用 用語辞典』（ときわ総合サービス、2012）34 頁によれば、NAV（Net Asset Value）の説明としては、「REIT や ETF など広義のファンドにおける『純資産価値』のことで、REIT に関しても、不動産の評価額から投資法人債や借入れなどの負債を控除することで算出される。NAV は一般の企業評価の解散（清算）価値と類似の概念となる。」としている。企業価値評価の算定手法の1つである時価純資産法に近い算定方法ではないかと思われる。投資法人の資産は大半が不動産であるから、結局はどのように所有不動産の時価評価をするかによって大きく数値に影響が出ることになる。

⁴² 最二小決平成24年2月29日・前掲注12）。

係等がないかどうかも含め、独立当事者性を判断すべきものと解される。」として、吸収合併における当事法人間だけでなく、両当事法人の資産運用に係る業務を受託している資産運用会社間の独立当事者性を判断することが必要であるとされている点が、株式会社における株式買取価格決定事件の場合とは異なる特徴であると思われる。

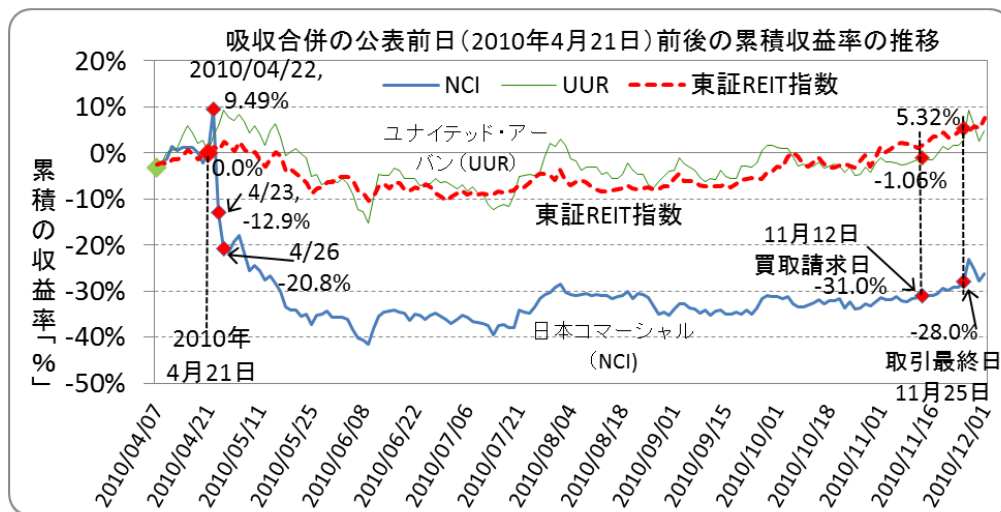
4 章 定量的分析による検証と問題点の検討

本章では定量的な分析を中心に事案の検討を行うものとする。定量的手法としては、統計学や計量経済学を用いた回帰分析やイベント・スタディといった手法が考えられるが、本件における審理過程において市場価格を用いた分析的な判断があまりなされていないため、本稿では簡易な定量分析を中心に行うものとする。主な内容は、①企業価値または投資主価値毀損有無、②投資口の価格比率（相対価格）の分析、③投資口の「ナカリセバ価格」算出のための価格補正の3点である。

4-1 企業価値または投資主価値毀損有無の定量的検討

市場価格と市場指数の収益率の比較による企業価値の毀損有無を判断する簡易な定量的手法は、本件では採用されていない。しかし、これまで株式買取価格決定事件において東京地裁民事第8部の裁判で採用されてきた手法で検証することにする。まずは、吸収合併公表の前日である2010年4月21日前後のNCIとUURの本件吸収合併両当事法人の投資口市場価格と東証REIT指数の累積収益率の推移を示した（図表4-1）。

図表 4-1 NCI と UUR の吸収公表日前後の投資口価格累積収益率の推移



吸収合併消滅法人となるNCIの投資口価格は、吸収合併が日本経済新聞朝刊で報道（市場取引開始前）された2010年4月22日に大幅な上昇を示した。同日の市場取引終了後に、吸収合併と合併比率の両方が公表され、その情報に反応して翌営業日23日のNCI投資口価格は制限値幅（30,000円）一杯に下落（-12.9%）した。その一方で吸収合併存続法人となるUURは同日23日において投資口価格はプラスの収益率（+5.83%）となっているのは、公表された合併比率に市場価格がさや寄せされた影響が大きいと考えられる。

合併比率の公表日（2010 年 4 月 22 日）以後数日は、投資口価格の比率（NCI/UUR）が合併比率（=0.167）へ「さや寄せ」することによる NCI の下落があるがさや寄せ後（3 営業日後の 4 月 26 日で 0.172）は、日本コマーシャル（NCI）とユナイテッド・アーバン（UUR）の両投資口価格の収益率は連動するような動きとなっており、東証 REIT 指数が緩やかな上昇基調にあるのに連動した動きとなっている。

図表 4-2 2010 年 4 月 21 日以後の両当事法人と市場指数の累積収益率

日付	日本コマーシャル (NCI)		ユナイテッド・アーバン(UUR)		東証 REIT 指数		価格比 (NCI/UUR)
	価格[円]	収益率	価格[円]	収益率	指数値	収益率	比率
2010/04/21	133,800	-	566,000	-	976.38	-	0.236
2010/04/22	146,500	9.49%	587,000	3.71%	988.56	1.25%	0.250
2010/04/23	116,500	-12.9%	599,000	5.83%	982.24	0.60%	0.194
2010/11/12	92,300	-31.0%	560,000	-1.06%	994.03	1.81%	0.165
2010/11/25	96,400	-28.0%	581,000	2.65%	1,028.35	5.32%	0.166

次に、2010 年 4 月 21 日以後の主要な日の当事 3 社の市場価格と TOPIX の絶対収益率を表にまとめた（図表 4-2）。取引最終日（2010 年 11 月 25 日）までの期間の累積収益率をみると、NCI（-28.0%）で大きなマイナス、東証 REIT 指数（5.32%）や UUR（2.65%）は両方ともプラスとなっており、UUR は市場指数とほぼ同水準であるとしても、NCI の下げが大きくなっている⁴³。

図表 4-3 取引最終日までの絶対収益率、相対収益率および毀損判定

		NCI	UUR
① 参照起点日	吸収合併公表日前日(2010/4/21)		
② 観察日	取引最終日(2010/11/25)		
③ ①と②間の営業日数	146 日		
④ 絶対収益率	市場価格	-28.0%	2.65%
	(REIT 指数)	5.32%	
	(TOPIX) (参考)	-11.9%	
⑤相対収益率	対 REIT 指数	-33.3%	-2.67%
	対 TOPIX (参考)	-16.1%	14.5%
⑥ 企業価値毀損有無の判定 ⁴⁴	有		
⑦ 株主価値毀損有無の判定 ⁴⁵	有	無	
(裁判例の判定) ⁴⁶	無	-	

東証 REIT 指数に対する相対比較をした結果を検討する（図表 4-3）。NCI 投資口価格の東証 REIT 指数に対する⑤相対収益率は-33.3%となっており、リート市場全体よりも大きく下落しているということになる。この結果から直ちに、企業価値の毀損が結論付けられるわけではないが、NCI の反対投資主としては、企業価値が毀損したと主張し、「ナカリセバ価格」を主張することになる。東証 REIT 指数との超過収益率を示す相対収益率については、NCI（-33.3%）と UUR（-2.67%）の両方とも

⁴³ 東京地裁民事第 8 部の裁判例(前掲注 32)の判例参照)のように市場指数収益率との相対比較(相対収益率)を用いて判定した場合、投資主価値毀損を徴表する有力な証拠資料となり得る可能性があると思われる。

⁴⁴ ⑤の NCI と UUR の相対収益率(対東証 REIT 指数)が両方ともマイナスであるから、両法人の加重平均もマイナスであると推測して、企業価値毀損を「有」として機械的に判定した。

⁴⁵ ⑥の相対収益率(対東証 REIT 指数)がマイナスの場合、株主価値の毀損が「有」とし、それ以外の場合を「無」と機械的に判定したものである。⑤と⑥の両数値とも仮説検定を行うべきかと思われるが今後の検討課題とする。

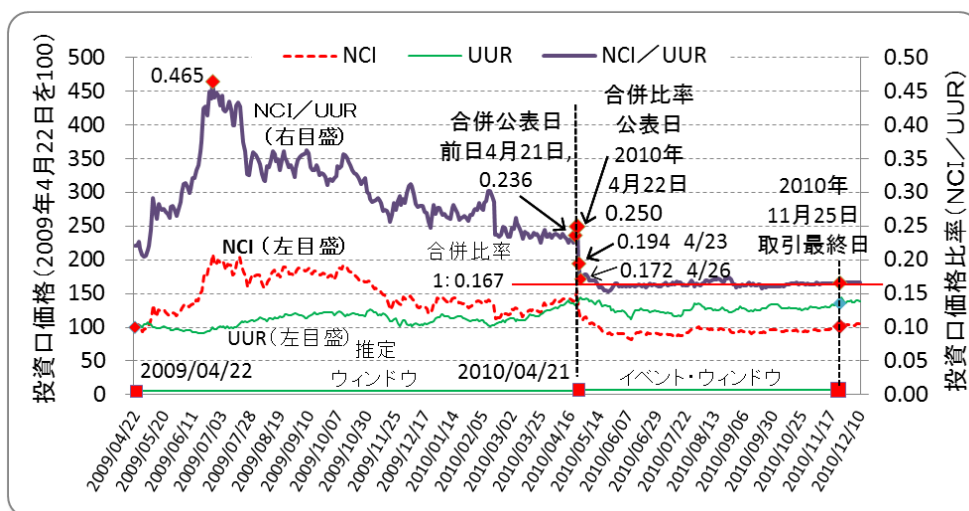
⁴⁶ 企業価値または株主価値毀損の有無についての、本件地裁決定の判断では、「本件合併公表後の NCI の投資口価格の下落が、本件合併により NCI の企業価値ないし投資主価値が毀損されたか、本件合併によるシナジーが適切に配分されていないことを示す特段の事情に当たるといことはできない」としている。また、UUR については毀損有無の判断はしていないので、「-」とした。

マイナスの値となっている（図表 4-3）。両投資口の市場価格は、市場全体の変動要因以外にも、様々な要因で変動することになるため、この相対収益率のマイナスをもって両投資口の株主価値が毀損したと直ちに結論付けることはできないが、少なくともこの結果から本件吸収合併により両当事法人間でシナジー効果が生じたとするのは疑問である⁴⁷。

4-2 市場価格比率（NCI/UUR）の推移

吸収合併の条件で最も重要かつ価格変動に対して直接的な影響を与えるものの一つが合併比率である。2010 年 4 月 22 日に NCI の役員会で合併比率を含む吸収合併の条件が承認され、両当事法人間で合併の基本合意が締結され、その旨同日の取引終了後に公表された。吸収合併存続法人である UUR の投資口株式 1 株に対して、吸収合併消滅法人の NCI の投資口が 0.167 口割当てられることが決定された。UUR 投資口価格に対する NCI 投資口価格の価格比率（相対価格）の推移を見ると本件吸収合併の公表以前の 1 年間では、大よそ 0.2～0.45 程度のレンジで推移していたので、0.167 という合併比率はレンジの下限よりも小さく（図表 4-4 参照）、市場価格から判断する限りでは UUR 投資主にとって有利な条件であったと思われる。

図表 4-4 NCI 投資口相対価格（対 UUR 投資口価格）の推移



合併比率の公表は 2010 年 4 月 22 日の市場取引終了後になされたので、4 月 22 日の NCI/UUR の価格比率の 0.250 は合併比率の情報は織り込まれていない。翌営業日（4 月 23 日）には 0.194、さらにその翌営業日（4 月 26 日）は 0.172 と大よそ 2 営業日で合併比率 0.167 へとさや寄せされたことになる。このさや寄せは、NCI 投資口価格には大幅な下落要因として、UUR 投資口価格には逆に上昇要因として働くことになる。そのため、NCI の価格は 4 月 22 日と比較して、23 日は-22.5%で制限値

⁴⁷ 本件吸収合併においては、2つの当事法人があるわけであるから、両投資法人の時価総額合計額の変動率がどの程度市場全体の変動率（東証 REIT 指数の収益率）を上回ったのか、それとも下回ったのかを算定し、シナジー効果発生の有無を検証するのも一つの簡易な方法としてあり得る。ここでは、NCI と UUR の両投資口価格ともにマイナスの超過収益率になっているので（図表 4-3 参照）、投資口時価総額加重平均の収益率も当然マイナスになる。さらに、注意すべきは、本件吸収合併がいわゆる「救済合併」の性質があるという点である。救済される側（本件では NCI）が仮に債務超過のような場合でも時価総額はマイナスになるわけではないので、合併によるシナジー効果を単純に当事法人の時価総額合計の変動から単純に判断してよいかという問題がある。その場合、図表 4-3 で提示したような企業価値または投資主価値毀損の有無の判断のような簡易な手法は採用できないと思われるが、その点についての詳細な検証は今後の検討課題とする。

幅（-30,000 円）いっばいに下落（ストップ安）し、26 日と比較すると-27.6%となり、2 営業日で 3 割近く下落したことになる。イベント・スタディをするまでもなく、この NCI 投資口価格の暴落は本件合併比率の公表が原因である蓋然性は高いといえよう⁴⁸。

4-3 補正投資口価格の算出と検討

投資主側からは、本件合併は、NCI の企業価値及び投資主価値を毀損するものであるから、本件買取請求に係る「公正な価格」は、本件合併がなければ本件投資口が有したであろう客観的価値を基礎として算定されるいわゆる「ナカリセバ価格」によるべきであるとし、「回帰分析の観点から一定の補正」をした買取価格が主張されている⁴⁹。しかしながら、具体的な補正の手法は決定書に記述が無いので、可能な範囲で投資主が主張する「ナカリセバ価格」の 14 万 8009 円について検証することにする。まず投資主側は本件合併公表直前の市場価格である 2010 年 4 月 22 日を基点日とし、また同日の終値 14 万 6500 円を「ナカリセバ価格」として参照すべきとしている。次に 2010 年 11 月 12 日の買取請求日までの東証 REIT 指数の「上昇率」は 0.55%であり、それを基に先の 14 万 6500 円を東証 REIT 指数による補正をすると 14 万 7311 円となる（図表 4-5）。そうすると、投資主側の計算による「ナカリセバ価格」である 14 万 8009 円と 698 円（約 0.47%）の差が生じているがこの差額は誤差の範囲内であると思われる。

⁴⁸ これまでの株式買取請求事件の事案においては、組織再編の公表と統合比率の公表は本件のように同日ではなく、時間的な差がある場合が多いようである。効力発生日まで約 7 か月以上も時間があるにもかかわらず、吸収合併の公表はともかく、合併比率の決定と公表を早い時期にする必要があったのか疑問である。それも、市場の実勢（0.236 前後）と大きく乖離した合併比率（0.167）を公表したら、さや寄せによって市場価格が大きく変動するのは予見可能ではないだろうか。本件では合併交渉当時においては、NCI 側のスポンサー会社（PHI）が破綻していたことから、リファイナンスの懸念など NCI に信用不安があったので、吸収合併自体は NCI 投資法人にとっては好材料ではある。合併比率によらず吸収合併自体に反対の投資主も存在した可能性もあるわけであり、また合併比率が公表されるまでに時間的余裕があれば、将来公表される合併比率に対して悲観的な予想をする投資主や特殊な情報を入手した投資主には、市場価格が有利なうちに売却し、投下資本を回収する機会が与えられることになる。しかし、吸収合併の公表と合併比率の公表が同時に行われ、時間的な余裕が全くないような場合には、市場参加者の適正な合併比率における多種多様な予想やコンセンサスを織り込ませるための時間的余裕がないことになり問題があるように思われる。

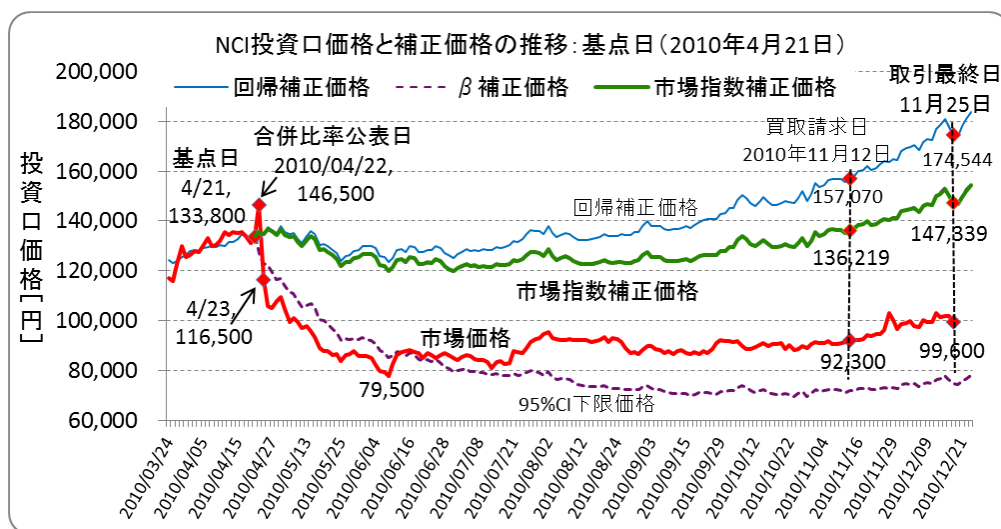
⁴⁹ 投資口主側の算定方法は、「本件合併公表直前の市場価格である平成 22 年 4 月 22 日の終値 14 万 6500 円を参照し、これに、基準日である本件投資口の買取請求日（同年 11 月 12 日）までの間の価格の変動につき、回帰分析の観点から一定の補正をして行うべきである。その結果、本件投資口の基準日における 1 口当たりのナカリセバ価格は、14 万 6500 円に、買取請求日までの間の東証リート指数の上昇率を基礎とする補正を加えた 14 万 8009 円となる」としている。さらに、「投資法人は、その収益の 90%以上を投資主に分配することを予定した資産金融型の金融商品であり、収益の分配に対する投資主の期待・権利は最大限保護されるべきであるところ、本件合併交付金は、実質的には NCI の最終決算期における収益の分配金であるから、投資口買取請求をした投資主に対しても交付されるべきものである。したがって、本件投資口の 1 口当たりの「公正な価格」は、上記ナカリセバ価格に本件合併交付金相当額 1732 円を加算した 14 万 9741 円となる。」としている。ここで投資主側の算定手法に問題があるとしたら、起点日（基点日）を 4 月 22 にしていることである。吸収合併の公表は 4 月 22 日の市場の終了後ではあるが、同日の日本経済新聞朝刊で報道されているわけであるから、取引開始前には既に市場参加者が知るところであり、同日はその報道を好感して投資口は前日比+12,700 円（+9.49%）と大きく上昇し、146,500 円で引けている。とすれば、実質的には「公表前」の株価は 133,800 円とすべきであり、算定の起点日は 4 月 21 日とすべきであろう。

図表 4-5 東証 REIT 指数を用いた NCI 補正価格の算出

日付	日本コマーシャル (NCI) 市場価格		東証 REIT 指数		日本コマーシャル (NCI) 補正価格	
	価格[円]	収益率	指数値	収益率	価格[円]	収益率
2010/04/22	146,500	-	988.56	-	146,500	-
2010/11/12	92,300	-37.0%	994.03	0.55%	147,311	0.55%

次に、NCI の企業価値が毀損されたという前提で、「ナカリセバ価格」を算出するために、投資口買取請求日（2010 年 11 月 12 日）等における補正投資口価格⁵⁰について検討することにする。まず算定をするための基点日は投資主側の主張とは異なり、吸収合併の情報が全く織り込まれていない 2010 年 4 月 21 日にすべきであり、同日の終値は 133,800 円となる。そうすると J-REIT 市場全体を示す東証 REIT 指数をインデックス（市場指数）としてマーケット・モデルを用いた「回帰分析的手法」によって補正株価を算出し取引最終日までの推移を示す（図表 4-6）。合併比率公表後の 1 か月程度の期間においては、市場価格は回帰補正価格の 95%信頼区間の下限を下回って推移しており、当該期間においては 5%の有意水準で統計的に有意な下落をしたことを意味している。

図表 4-6 NCI の市場価格と補正投資口価格の推移⁵¹



2010 年 4 月 21 日の基点日から約 7 か月経過した買取請求日⁵²や取引終了日の時点では、東証 REIT 指数に連動する 3 種類の補正価格の全ては市場価格よりも大きな値となっている（図表 4-7）。ここでモデル選択では市場指数補正（モデル 4）が選択されることになるが⁵³、これは回帰係数 β の推

⁵⁰ 補正投資口価格を算出するための回帰分析やモデル選択についての検証結果は、巻末付録 2 を参照のこと。

⁵¹ 図中の補正価格において、市場指数補正と β 補正の価格はほぼ同じであるため、グラフの推移は重なっているようにみえる。またこれらの補正価格の計算は、本研究における分析結果を基に算出した結果であり、実際に投資主側の算出した「ナカリセバ価格」とは異なることに注意が必要である。本稿での補正方法と投資主側の補正方法とでは基点日が異なっており、投資主側は、投資口の市場取引が終了した後に吸収合併の計画が公表されたことから、その情報が織り込まれる前の時点として基点日を 2010 年 4 月 22 日としている。しかしながら、同日の日本経済新聞の朝刊で合併に関する報道記事が掲載され、その情報が市場価格に織り込まれているわけだから、同日を基点日にしたい気持ちはわかるが、適切ではないと考えられる。

⁵² 最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定」と最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 14) など、近時の最高裁決定では「ナカリセバ価格」の算定基準日は株式買取請求日となっている。

⁵³ モデル選択についての検証結果は、巻末の付録 2 を参照。本件 NCI の補正における回帰モデル選択では、回帰係数と回帰定数項のパラメータに制約を置いた市場指数補正が選択されるという結果となっている。モデル分

定値が1に近い値（1.030）であるため、 β 補正によって算出される正常収益率が市場指数収益率とほぼ同じ値となるためである。また回帰補正による補正価格の値が最も大きい値となっているが、標準的な回帰モデルであるモデル1を使用する場合は、特に補正価格への定数項の推定値の影響に注意する必要がある⁵⁴。

図表 4-7 主要な日の市場価格及び補正価格

投資口価格[円]＼日付		基点日	合併比率 公表日	買取請求 日	取引 最終日
		2010 年 4 月 21 日	2010 年 4 月 22 日	2010 年 11 月 12 日	2010 年 11 月 25 日
市場価格	終値	133,800	146,500	92,300	99,600
補正価格	市場指数補正	133,800	135,469	136,219	147,339
	回帰補正	133,800	135,658	157,070	174,544
	β 回帰補正	133,800	135,525	136,300	147,812
地裁決定価格		買取請求日以前の 1 か 月出来高加重平均		90,341	
投資法人側主張価格				90,223	

4-4 検討課題

本稿における定量的分析による事例研究では、これまでの株式買取請求事件とは異なり、本件では J-REIT 投資口の市場価格データを基に分析を行っている。期間収益率を算定する上で、投資信託では分配金が株式では配当がインカム・ゲインとして、理論的には算定に考慮されるべきであるが、過去の上場会社の事案における市場株価を用いた定量分析では、配当を含まない収益率で計算していた⁵⁵。しかしながら、本研究で使用した2投資法人の市場投資口価格と東証 REIT 指数においては分配金を考量しない分析を行っているが、分配金を考慮するか否かでどの程度の差が生じるのか検証する価値はあろう。特に J-REIT の投資法人においては、課税上の特例措置（ペイスルー課税）のためのいわゆる「導管性の要件」（租税特別措置法 67 条の 15）を満たすため、期間利益の 90%以上を投資主に分配することが要求されており、一般的な株式の配当性向と比較して高水準となる 90%の「分配金性向」を無視することによる影響は小さくないと思われるので、分配金を考慮した場合の結果と比較してどの程度差があるかについて検証が必要かと思われるが、今後の検討課題とする。

もっとも本件における投資主側で用いられた定量的分析においても、分配金の調整は行われていないと思われる。一般的に、市場指数（東証 REIT 指数）に配当（分配金）が計算されていないならば、個別銘柄の収益率の計算においても配当（分配金）を含めない方が良いだろう。裁判過程における実証分析においては、多少の分析の精度を犠牲にしても、提示する側と提示を受ける側の双方に負

類と選択手法については巻末付録1を参照のこと。

⁵⁴ 買取請求日の補正投資口価格をみると、回帰補正の場合が 157,070 円で β 補正の場合が 136,300 円となっており、回帰補正の場合が 20,000 円程度上回っている。この乖離が生じるのは、回帰分析によって推定された回帰式の定数項の推定値(0.103%)が正の値になっているためである(図表 A-2 参照)。これは標準誤差の 3.39%と比較しても十分小さな数値であるが、本件のように吸収合併公表日前日から取引最終日までの約7か月(146営業日)の補正期間では、同数値による影響が補正期間に比例して蓄積されるため、補正投資口価格への影響は大よそ +15.0%(=0.103%×146 日)とプラスへのバイアスがかかることになる。また異なるモデルによる補正価格の大小関係は補正期間における相場状況(当該銘柄と市場指数の変動、さらに両者の相関関係など)によって変わるものであり、常に一定の大小関係があるわけではないことに注意が必要である。

⁵⁵ 例えば、拙稿・前掲注33)、拙稿・前掲注36)、拙稿・前掲注37)において、素材としている会社法事件においての定量分析は全て上場株式が対象となっているが、収益率算出においては配当を考慮していない。

担のかからない簡便性が求められ、定量的分析による証拠資料等の提示を受ける裁判所においては分かり易いプレゼンテーションが望まれるところであろう。資産収益率等のパフォーマンスの測定に関連する定量的分析においては、目的に応じた使い分けで良いとも思われる。その点を含めて今後の検討課題とする。

最後に、裁判所決定の「公正な価格」においては、一定期間の投資口の市場価格の出来高加重平均を採用している。この点に関しては、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」になると思われるが、本件の場合当該平均株価の計算期間において、投資口価格に大きな変動が無いような場合においてまで平均値を適用することは意味がないことであり、買取請求日単日の市場価格を参照するだけで良いと思われる。いずれにしても、市場価格を参照する場合において平均株価などの計算手法の問題を含めて今後の検討課題としたい。

まとめ

本稿では、不動産投資法人（J-REIT）の吸収合併に関連した投資口買取価格決定事件を題材に、裁判所の価格決定の過程を中心に定量的な分析を行い、問題点等を検討した。上場会社組織再編における市場株価を用いたこれまでの定量分析の手法が J-REIT 投資口の場合にも、分配金の取り扱いという技術的な問題はあるが、同様に「準用」できそうである。しかしながら、株式会社の株式と投資法人の J-REIT 投資口では、そもそも「器」⁵⁶の仕組みに違いがあり、裁判においても特に企業価値または投資主価値の毀損有無に関する判定においては、当事投資法人の内部事情だけではなく、資産運用会社やスポンサー会社の経営状況などの投資法人外部の事情も重視していたようである。

投資主側が主張していた「ナカリセバ価格」を算出するための投資口価格補正に関する「回帰分析の手法」による検証では、パラメータ推定が必要のない、すなわち回帰式を使用しない市場指数を単純に当てはめる簡易なタイプ（市場指数補正）が選択される結果になった。実際に投資主側が主張した「ナカリセバ価格」の算定方法が東証 REIT 指数の収益率を当てはめた簡易な方法を採用していたと推測されることとも一致している。このような簡易な手法であれば、統計的手法による算出を行うリソースのない当事者であっても十分に利用可能であると思われる。

これまで会社法組織再編における株式買取請求事件を素材とした研究で蓄積されてきた定量的分析を中心として、本件のような上場投資口の場合に適用し検証を試みた。技術的な検討課題は多いが、本研究における検証結果を通じて、統計的手法などの定量分析が適用できない特段の事情が見当たらないことから、株式の場合と同様の分析手法が J-REIT においても適用可能であるという結論になった。

⁵⁶ 新家＝上野・前掲注 2) 24 頁。同書では、会社型の J-REIT は、「法人格を有する投資法人という『器』」を利用して資産運用が行われることになる」と表現している。

付録 1 投資口価格補正のためのモデル選択手法

投資口価格補正を目的とした「回帰分析的手法」において、具体的な数式としての回帰モデル式のタイプを分類した上で、そのモデルタイプの分類と選択（以下単に、「モデル分類」または「モデル選択」と呼ぶ）の説明を以下で行う⁵⁷。まずは標準的な単回帰モデルは、一般的に以下の様な 1 次式で表すことができる。

$$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon \quad (\text{A-1})$$

ここで、 α は定数項または切片項、 β が傾きを表す回帰係数、さらに ε は誤差項である。また、説明変数 x としては東証 REIT 指数等の市場指数の日次収益率を用い、被説明変数 y として当該企業の市場価格の日次収益率を用いている⁵⁸。

図表 A-1 投資口価格補正のための「回帰分析的手法」のモデル 4 分類

定数項 α \ 回帰係数 β	H_1 : 回帰係数 $\beta \neq 1$	H_0 : 回帰係数 $\beta = 1$
H_1 : 定数項 $\alpha \neq 0$ (定数項有)	モデル 1 (回帰補正) (標準的な回帰モデル) $y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon$	モデル 3 (α 補正) (市場指数と定数項) $y = \alpha + x + \varepsilon$
H_0 : 定数項 $\alpha = 0$ (定数項無)	モデル 2 (β 回帰補正) (定数項無の回帰モデル) $y = \beta \times x + \varepsilon$	モデル 4 (市場指数補正) (市場指数による価格補正) $y = x + \varepsilon$

補正のための「回帰分析的手法」には 4 種類のモデルがあり（図表 A-1 参照）、パラメータ推定のための回帰分析を必要としない市場指数補正（モデル 4）を原則として、 α と β の両パラメータを使用する標準的な回帰モデル（モデル 1）による回帰分析を行い両方のパラメータ推定値をそれぞれ仮説検定し該当するモデルに分類する⁵⁹（図表 A-1 の矢印）。両パラメータの推定値で帰無仮説が棄却できない場合は、市場指数補正（モデル 4）が原則的手法であるため、そのまま選択されることになる。それは統計的に有意でない誤差を含んだパラメータ推定値を持つ回帰モデルを使用するくらいであれば、市場指数そのもので補正する手法が簡便で良いという考え方に依拠している⁶⁰。

付録 2 回帰分析と投資口価格補正モデル選択の検証結果

補正投資口価格の中でも特に回帰補正した投資口価格や β 回帰補正した投資口価格を算出するために必要な正常収益率は、説明変数を市場指数収益率（東証 REIT 指数収益率）とした回帰式（式 (A-1)）から算出される。その回帰式を推定するための推定期間は本件吸収合併公表日の前日以前の

⁵⁷ 拙稿・前掲注 37) 131-132 頁の一部を抜粋し、また文章を要約している。なお、同稿では、モデル分類の手法として 2 段階で回帰分析を行っているが、結果は同じであるため本稿では 1 段階（モデル 1 の標準的な回帰モデルで推定して α と β のそれぞれの推定を同時に仮説検定）の回帰分析だけの手順としている。

⁵⁸ 本研究における回帰分析等の分析作業で使用する日次収益率は、分配金などのインカム・ゲインを含まない、日次の投資口価格や市場インデックス（市場指数）の変動率のみを対数収益率による計算方法を用いて算出している。また、説明変数に市場指数（マーケット・インデックス）の収益率を採用しているような単回帰モデルは特にマーケット・モデルとも呼ばれる。

⁵⁹ 単純に帰無仮説が棄却できる場合は、それぞれの推定値に対して、定数項 $\alpha \neq 0$ または回帰係数 $\beta \neq 1$ とし（パラメータ制約は無）、棄却できない場合は帰無仮説を採択し、定数項 $\alpha = 0$ または回帰係数 $\beta = 1$ としてパラメータ制約をおくものとする。なお、本稿においては α と β の両仮説検定とも両側検定で有意水準は 5% としている。

⁶⁰ 拙稿・前掲注 37) 132 頁参照。この点に関しては、パラメータ制約の付いたモデルを選択する場合は F 検定をするべきであると思われるが今後の検討課題とする。

1 年間（2009 年 4 月 22 日から 2010 年 4 月 21 日）とし、回帰分析を行った後に、モデル選択のためのパラメータ推定値の仮説検定を行うことになる。本件吸収合併の両当事法人の投資口銘柄の回帰分析とその結果を基にしたモデル選択のための仮説検定の結果を示す⁶¹（図表 A-2）。

図表 A-2 投資口価格における「回帰分析的手法」の検証結果

推定結果\検証銘柄	NCI	UUR(参考)
推定期間	2009 年 4 月 22 日から 2010 年 4 月 21 日	
推定用データ数	244 個	
説明変数	東証 REIT 指数収益率	
決定係数 R^2	0.145	0.3722
自由度調整済み決定係数	0.142	0.3696
標準誤差 σ_ϵ	3.39%	1.579%
定数項 α	0.103%	0.0569%
(定数項t値)	(0.473)	(0.563)
回帰係数 β	1.030***	0.895***
(回帰係数t値)	(6.419)	(11.98)
回帰係数 $\beta - 1$	0.030	0.106
(同t値)	(0.185)	(-1.413)
モデル選択の判定(パラメータ制約)		
①定数項 α	$\alpha = 0$	$\alpha = 0$
②回帰係数 β	$\beta = 1$	$\beta = 1$
③モデル選択(①と②から総合判定)	市場指数補正(モデル4)	

注：*** は 1%、** は 5%、* は 10%の水準で有意であることを示す。

モデルの当てはまりを見る決定係数 R^2 では、NCI の値が UUR と比較して小さく、逆に標準誤差は大きいため、モデルの当てはまりが UUR よりも良くないことになる。これは、推定期間において NCI 固有の要因で市場価格が大きく変動したためであると思われるが、個別銘柄のマーケット・モデルであるからこの程度の数値は特に低いとは言えない。UUR の場合は、NCI 比較して投資口の時価総額が大きく、また東証 REIT 指数とも連動した動きとなっていることから、決定係数が高く標準誤差が小さいためモデルの当てはまりが良いといえよう。

また NCI と UUR の両方の場合とも定数項 α の推定値がプラスで、標準誤差 σ_ϵ と比較して十分に小さい値となっており統計的にも有意な値ではないが、帰無仮説が $\beta = 0$ の場合、 β 推定値は両方とも統計的に有意な値となっている。しかし、付録 1（図表 A-1）で示したモデル選択の手法を適用すると、NCI と UUR の両方とも、帰無仮説： $\alpha = 0$ と帰無仮説： $\beta = 1$ が棄却できないため、原則的手法であるモデル 4 すなわち市場指数補正（ $\alpha = 0$ で $\beta = 1$ のパラメータ制約を置いた回帰分析を行わないモデル）が選択されるという結果になっている。これは両方とも β 推定値が 1 に近いことが原因であるが、特に NCI の場合は、そもそもモデルの当てはまりが UUR より良くないことも原因の一つであろうと思われる。

⁶¹ NCI と UUR の両方で、付録 1（図表 A-1）のパラメータ推定値の仮説検定を用いたモデル選択の手法を適用すると、帰無仮説： $\alpha = 0$ は棄却できず、かつ帰無仮説： $\beta = 1$ も棄却できないため、本件における投資口価格補正の方法としては、原則的手法である市場指数補正（ $\alpha = 0$ で $\beta = 1$ のパラメータ制約を置いた回帰分析を行わないモデル）が選択されるという結果になっている。なお、UUR に関しては、そもそも補正価格を算出する必要はないが NCI との回帰分析の結果と比較するために参考として掲載している。