利益相反構造のある二段階買収における公正な価格

――ジュピターテレコム(JCOM)事件最高裁決定などについての検討――

伊　藤　吉　洋

Ⅰ　序　論
Ⅱ　公開買付前置型のキャッシュアウトに係る裁判例・学説の状況
　1　公開買付前置型のキャッシュアウトに係る裁判例の状況
　2　裁判例に対する学説からの批判
　3　JCOM 事件最高裁決定の概要
　4　JCOM 事件最高裁決定についての学説による理解及び評価
Ⅲ　JCOM 事件最高裁決定などについての検討
　1　JCOM事件最高裁決定についての検討（と必要な範囲での関連する議論についての検討）
　2　JCOM 最高裁決定に関連する議論についての検討
Ⅳ　（「現金を対価とする」）公開買付けを前置した「存続会社等の株式を対価とする」組織再編における公正な価格の算定に係る関連議論についての検討
Ⅴ　客観的価値等の再算定の意義との関連での，JCOM最高裁決定を前提とした「一般に公正と認められる手続」に係る判断に際しての留意点
Ⅵ　結　語

Ⅰ　序　論

対象会社株式の公開買付け（金融商品取引法27条の２以下）が前置され，全部取得条項付種類株式（会社法108条１項７号）が用いられたキャッシュアウト（二段階買収）に係る取得価格決定（会社法172条参照）についての裁判例は多数存在しているところ（Ⅱ１），平成28年７月１日に最高裁が新たな決定（以下「本決定」という）を行った（Ⅱ３）(1)。本決定につい

てはおおむね肯定的な評価が多くなされているところであるし[2]（Ⅱ４），当該「決定により，公開買付けから価格決定手続を含むキャッシュ・アウトまでの視界はかなり良好になったといえよう」と指摘するものもある[3]。

しかし，本決定の事案を踏まえながら決定要旨を読む限りにおいて，以上のような評価等において前提とされている，本決定についての理解とは異なる理解をすることができるようにも思われる。そのような理解を前提とした場合，キャッシュアウトに係る各当事者にとっての視界は，これまでと変わりがない可能性もあるかもしれない。

そこで，本稿においては，第一に，本決定の事案も踏まえながら本決定についてのあり得る理解等を示した上で（Ⅲ１⑴・⑶・⑷ⓐ），当該理解に基づいた上での本決定と，本決定に関連する議論において前提とされている考え方（キャッシュアウト対価の公正さの判断時点は公開買付時点である等）（Ⅱ２⑵ⓐ・ⓑ参照）との差異が（結果として）生じ（てい）るかどうかについて検討する（Ⅲ１⑵・⑷ⓑ）[4]。

とはいえ，当該考え方の基本的な内容自体は，（「形式論的な観点」からはともかくとして（Ⅲ２⑴），）「政策論的な観点」からすれば適切なものである。そこで，第二に，（本決定に係る評釈を行うにとどまらず，）当該考え方を（さらに）検討するとともに（Ⅲ２⑵⑶），当該考え方に基づいて，本決定の事案と同様に利益相反構造のある二段階買収の場合である，（「現金を対価とする」）公開買付けが行われ，その後に，「存続会社等の株式を対価とする」組織再編が行われる場合における「公正な価格」についての考察も行う（Ⅳ）。第三に，本決定が言及している「一般的に公正と認められる手続」との関連で[5]，これまでの裁判例における取得価格決定に際しての基本的な考え方の，依然として存在する意義についても検討する（Ⅴ）。[6][7]

Ⅱ　公開買付前置型のキャッシュアウトに係る裁判例・学説の状況

1　公開買付前置型のキャッシュアウトに係る裁判例の状況

⑴　裁判例における取得価格決定の基本的枠組み

裁判所は，対象会社株式の公開買付けが前置され，全部取得条項付種類株式が用いられたキャッシュアウト（以下「公開買付前置型のキャッシュアウト（取引）」という）における取得価格決定の申立てに対して，①「取得日における当該株式の客観的価値」（以下「客観的価値」という）「に加えて」，②「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」（以下「増加価値分配部分」という[8]）「をも考慮」して，その裁量によって「株式の取得日[9]における公正な価格」を決定する[10]，という枠組みが定着しつつあるとされている[11]。また，この点に関連して，レックス・ホールディングス事件最高裁決定における田原睦夫裁判官補足意見は，①を「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」[12]と，②を「MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」といい，取得価格は，それらを「合算して算定すべきものと解することが相当である」としている[13][14]。そして，以上のような取得価格決定の基本的枠組みに基づき，具体的には以下において述べる方法により取得価格が決定されてきた，とされている[15]。

⑵　「客観的価値」の算定

ⓐ　公開買付けの公表日前の一定期間の市場株価の平均値に基づく算定

客観的価値については，「異常な価格形成がなされた場合など，市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り，取得日に近接した一定期間の市場株価を基本として，その平均値

をもって判断する裁判例が多い」と言われている。具体的には，公開買付前置型のキャッシュアウトの場合，「当該公開買付けが公表される前の一定期間の市場株価の平均値をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当であるとし，通常であれば，公開買付けの公表前１か月の市場株価の平均を参照するものが多い」とされている。「他方で，公開買付けの公表前に業績予想の下方修正が行われた場合などであって，公表時の市場株価の信頼性が失われるような事情が生じたと裁判所が判断した場合には，客観的価値の算定にあたり，公表時から長期間遡った期間（３か月ないし12か月）の市場株価の平均値を参照する事例もある」と整理されている。[16]

⑹　公開買付け公表日前の市場株価を基礎として当該公表日等から取得日までの株式市場全体の動向を反映した補正を行うことによる算定

公開買付け公表日前の市場株価の平均値をもって客観的価値とする（⑷参照）のではなく，当該市場株価を基礎としつつも，回帰分析の手法を用いるなどして公開買付け公表日等から取得日までの株式市場全体の株価の動向を反映した補正を行うことで客観的価値を算定する裁判例もある[17][18]。当該算定方法によると，公開買付け公表日等から取得日までの期間中に，株式市場全体の株価の動向（を示す指標）が上昇基調にある場合には，⑷の場合よりも客観的価値が高く算定されることもありうる。

⑶　「増加価値分配部分」の算定

増加価値分配部分については，⑴「企業再編の条件等の形成過程が公正とは認められないという評価を前提に」「裁判所において自ら積極的に」当該部分「を判断する裁判例と」，⑵「当事者の定めた公開買付価格の中に当該」部分「が含まれていることを確認したうえで公開買付価格を尊重

する裁判例などがある」[19]とされる。なお，(i)の場合も(ii)の場合も，「MBOに伴う取得価格決定において，裁判所は」，「公開買付価格の適正性についての判断ないし評価を行ってはいる」[20]。もっとも，上記(ii)の場合には，「企業再編の条件の形成過程の透明性・公正性を具体的に審査した上で」，（増加価値分配部分「を独自に算定するというよりは」，）「市場株価やDCF法の算定結果などから，公開買付価格に」増加価値分配部分「が含まれていることを確認するにとどめており，やや謙抑的なニュアンスがうかがえる」と分析されている[21]。

2　裁判例に対する学説からの批判

⑴　裁判例における取得価格決定の基本的枠組み等に対する批判

客観的価値と増加価値分配部分とを区分して算定するという，裁判所による取得価格決定の基本的な判断枠組み等（1⑴・⑵参照）に対しては，以下のような批判が学説からなされている（いた）。

第一に，そもそも「客観的価値や」増加価値分配部分「などの区分を問題とする前に，裁判所は，まずは取得価格の形成過程が公正であるかどうかを審査すべきであ」る。なぜならば，「そのような判断枠組みを採らないと」，「仮に取得価格の形成過程が公正であると判断した場合でも」，増加価値分配部分は，「MBOに際してのTOBの買付価格から『当該株式の客観的価値』を差し引くことによって逆算して算定する，という無理な算定方法を用いらざるを得なくなる」等の問題があるからである。[22]

第二に，客観的価値「の再算定には積極的な意義は認められない」。すなわち，確かに，いわゆる「ナカリセバ価格[23]による救済が必要な場合には，裁判所が常にそれを算定する必要がある」し，「公正な手続をとっている場合でも，企業価値を毀損する取引であるかどうかを裁判所が別途判断することは考え得る」。しかし，「取引公表日前の一定期間の株価と公開

買付価格とを比べたところで」，（「買収後に買収者に私的利益が生じる場合」があることからすれば）「必ずしも企業価値の増減自体が判明するわけではない」。また，「MBO や支配株主による完全子会社化でナカリセバ価格を保障するべきかどうかが仮に問題になるとしたら，取引前の会社の状態について情報の非対称があり，構造的な利益相反によりそれを利用した利得が買収者に生じる場合[24]」であるが，こうした「利得が生じるかどうかのチェック」を行うために，「市場価格」と「公開買付価格」を「比較しても」「意味はな」く，当該「チェックは，結局のところ，手続を中心とした公正さと同様の要素の審査に帰着すると考えられる」。[25][26]

⑵　公開買付け公表日から取得日までの株式市場全体の動向を反映した補正を行うことによる算定に対する批判

公開買付け公表日から取得日までの株式市場全体の動向を反映した補正を行って客観的価値を算定すること（１⑵⒝参照）に対しては，二つの観点から批判がなされていた（いる）。

⒜　政策論的な観点（投資の阻害）からの批判

第一に，政策論的な観点からの批判である。すなわち，「株価補正のような方法を用いて，裁判所が独自に取得価格を決定する場合には，少数株主は，とりあえず」キャッシュアウト「に反対しておいて，その後，取得価格決定の申立期限までに，株式市場全体の相場が上昇し，それに伴って，現実の」キャッシュアウト「の価格を上回る取得価格が決定されると期待できるようになった場合は，取得価格決定の申立てを行い，逆に，株式市場全体の相場が下落し，現実の」キャッシュアウト「の価格を上回る取得価格が決定されると期待しえなくなった場合は，取得価格決定の申立てをせずに，市場で」（キャッシュアウト「の価格を反映して形成されている

であろう市場株価で」）「株式を売却するという形で，リスクのない投機をすることが可能になる。このような投機は，買収のコストを高めることとなり，買収者は，当該コストを反映した低い価格でしか」キャッシュアウト「を行わなくなったり，場合によっては，企業価値を増加する」キャッシュアウト「自体を断念するといった形で，結局」，キャッシュアウト「の対象会社の株主を害する結果となりかねない」。つまりは，「意思決定時に予測できないような事情に基づき（つまり，後知恵により），取引の公正さの判断ひいては取得価格の決定をすることは，反対株主に過剰な保護を与えるものであり」，このような「投機の弊害をもたらしてしまう」。したがって，「取引の条件の公正さは，取引に関する意思決定の時点で存在する事情に基づいて判断すべきであり，意思決定後に生じた事情であって，意思決定の当事者に予測できないような事情（取得日までの市場全体の相場動向もその一つ）は，公正さの判断に当たって考慮すべきではない」。[27]

⑹ 形式論的な観点（株式買取請求権に係る判例との形式的な整合性）からの批判

第二に，以下のとおり形式論的な観点からの批判がある。

すなわち，「『株式の取得日における公正な価格』をもって，その取得価格を決定すべきものであると一般に考えられてきたから」（1⑴参照），つまり，「取得日」（又は取得価格決定の申立てを行った日）に当該「株式が有していたであろう価格をより正確に算定するためには，株式市場全体の動向を踏まえた『補正』をするのが，一見正しいように思われる」から，1⑵⑹において前述した裁判例は補正を行ったものと考えられる。

しかし，「この一般論およびそこから導かれる含意が正しく理解されてこなかったように思われる」。この点を理解するには，まずは，（「考え方の是非は問題とせずに，それを所与として」，）特に「企業価値が増加」し，

「存続会社等の株式を対価とする」「組織再編」[28]「をめぐる株式買取請求権」「に関する最高裁判例の判断枠組み」を理解する必要がある。すなわち，「テクモ事件最高裁決定」は，「『株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合……以外の場合には，……〔公正な価格〕は，原則として，株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である』とする」。そして，「株式移転比率が公表されると，共同株式移転会社の株価は，この比率を前提に互いに連動して推移することとなるのが通常であるが，株式移転比率が公正であるなら，基準日」（「どの時点における株式価値をもって買取価格とするかが問題となるが，その時点」のことであり，「判例に従」えば，「株式買取請求権が行使された日」）「における買取対象株式の株価（あるいはこれと近接する一定期間の市場株価の平均値）をもって買取価格とすればよ」く，テクモ事件最高裁決定も同様に考えている。以上に関連して重要なのは，「企業価値が増加するケースにおいて，株式移転により株主に割り当てられる問題の株式移転比率が公正であるか否かを判断する時点は」，「株式移転計画の決定時（株主総会決議時）」であるということである[29]。他方で，「判例にいう『基準日』とは」，「移転比率が公正な場合」「あるいは」「移転比率が不公正な場合」において「株式移転効力発生日に」「株式移転新設完全親会社」「株式が１株割り当てられることになる」「株式」「が有する価値を金銭評価する時点」であり，「株式移転比率が公正であるか否かを判断する時点」「とは別」である。[30][31]

また，「企業価値が増加」し，「現金を対価とする」「組織再編」においては[32]，前述したテクモ事件最高裁決定「の定式に」従って「置き換え」れば，組織再編「において定められた対価が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日」（＝基準日）「においてその株式が有している

と認められる価格」が買取価格となる。この場合，組織再編「条件」「の公正さ―現金いくらであれば公正な対価であったか―を判断する時点」は，「組織再編条件の決定時（簡易再編・略式再編以外の通常の組織再編であれば株主総会決議時）である（このことは組織再編対価の種類にかかわらない）」。関連して，基準日は「ほとんど意味を持たない」。なぜならば，「消滅会社株式は」，組織再編「の効力発生日には」対価とされた金額「の現金に変わるはずのもの」であるため，組織再編「条件が公表され，また」組織再編「が承認されるであろうと予想される場合には」，「消滅会社株式は，おおむね」対価とされた金額「に固定されることになる」からである。以上を踏まえれば，組織再編「において対価が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日」（＝基準日）「においてその株式が有していると認められる価格」は，「もしこの」組織再編「条件」が，組織再編条件の決定時において「公正なものだとすれば[33]」，「決議後の市場動向等とはかかわりなく」当該金額となる。注意すべきは，「この場合，たとえ」組織再編承認「決議日以降に，株式市場全体が高騰したという事情があったとしても」，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」当該金額「に変わることが予定されており，これは株式市場全体の動きに従って変動するものではないから」，当該金額「という価格を『補正』する必要はない」ということである。[34]

以上の判例における「基本的な考え方は」，「公開買付前置型」の「キャッシュアウトに伴う価格決定についても応用できるもの」である。まず，「ここで問われるべきは」，現金を対価とする組織再編「の場合の条件の公正さの判断時である承認決議時に相当するのは，公開買付前置型キャッシュアウトの場合にはいつなのか―公開買付開始時点か全部取得決議時点か―ということである」。この点については，「原則として」[35]，（「通常」そうであるように）「公開買付時点で，キャッシュアウト対価まで公表される」

場合には，「公開買付とキャッシュアウトをいわば一体に考え，公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える」（現金を対価とする組織再編「の場合の承認決議に相当する時点と考える」）「ことができるというべきである」[36]。なお，現金を対価とする組織再編「との対比」からすれば，「『株式の取得日という基準日』は，ほとんど考える意味がない」。

以上からすれば，「株式買取請求の場合の公正な比率の判断基準時といわゆる『基準日』とを区別せず，そして金銭を対価とする組織再編の場合の『公正な価格』についての考え方を整理しないまま」，「株式の取得日における公正な価格をもって，その取得価格を決定すべきもの」という「定式を読むと，キャッシュアウト価格の公正さを株式の取得日を基準に判断しなくてはならないかのような誤解を生みかね」ず，「実際，少なくない下級審裁判例はそういう発想に縛られ，公開買付後の市場動向を勘案した『補正』を行い，買取価格を決定してきた」と思われる」が，それは「誤り」である。[37]

⑶　一定の場合には公開買付価格（に等しい金額）を取得価格と決定するべきであるという批判

そして，おそらくは⑴⑵を踏まえて，以下のように指摘されていた（いる）。すなわち，「二段階買収の形で行われる」キャッシュアウト「の場合，一段階目の取引である公開買付けの条件決定時点で，二段階目の」キャッシュアウト「の価格も，公開買付価格と同額にするという形で決定されている。このような取引条件の決定方法は，公開買付けに対する応募株主の意思決定が，強圧性またはフリーライドの問題により歪められないようにするという点で合理性があり，それ自体，公正な条件であるというべきである。それゆえ，裁判所は，公開買付けの条件決定が公正な手続きを経て

行われたと認められる限り，当該条件を前提として基準日に形成される株式の価値（基本的に，公開買付価格に等しい）をもって，取得価格と決定するべきである」という見解[38]があり，学説の多数もおおむね同様に考えていた（いる）[39]。[40]

3　JCOM 事件最高裁決定の概要

以上のような裁判例・学説に係る状況において，最高裁が注目すべき決定（本決定）を行った。

⑴　事実の概要

Ａ社及びＢ社は，両社併せて，上場中のＹ社の総株主の議決権の70％以上を直接又は間接に有していた。

平成24年10月20日，両社がＹ社の発行する普通株式（以下「本件株式」という）を公開買付けにより買い付け，本件株式を上場廃止にすることを計画しているとの報道がなされた（以下「本件報道」という）。Ａ社及びＢ社は，平成24年10月24日，公開買付け及び全部取得条項付種類株式を用いた取引により本件株式のすべてを取得する予定であること，公開買付価格は１株につき11万円（以下「10月価格」という）とすること等を公表した（以下「10月公表」という）。もっとも，この時点では，公開買付けの開始時期は未定とされていた。

Ａ社及びＢ社は，平成25年１月９日，Ｙ社に対して，同年２月上旬にも公開買付けを開始したい旨を連絡した。ところが，（10月公表の後に市場全体の株価が上昇傾向を示しており，）一部の株主からは，公開買付価格の引上げを求める意見も寄せられていた。そのこと等を踏まえ，Ａ社，Ｂ社及びＹ社との間の交渉により（以下「本件交渉」という），公開買付価格を12万3,000円（以下「２月価格」という）に引き上げることが決定され

た。Ａ社，Ｂ社等は，平成25年２月26日，買付期間を同月27日から同年４月10日まで（30営業日），本件株式等の全部の公開買付けを行う旨，本件株式等の全部を取得できなかったときは，Ｙ社において本件株式を全部取得条項付種類株式とする等した上でこれを本件買付価格と同額で取得する旨を公表した（以下「２月公表」という）。Ｙ社は，同日，本件公開買付けに賛同し，本件公開買付けに応募することを推奨するとの意見を表明した（以下「本件意見表明」という）。

そして，本件公開買付けの対象となる普通株式等は180万1,954株であったところ，本件公開買付けには119万9,716株（新株予約権1,922個を含む）の応募がなされた。

なお，Ｙ社は，本件交渉及び本件意見表明に係る取締役会において，Ａ社及びＢ社と関係の深い取締役を基本的には排除し，関係の薄い取締役３人の全員一致の決議をした。また，Ｙ社は，Ｃ証券会社から，本件株式の価値が２月価格を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに，２月価格で公開買付けを行うことについてフェアネス・オピニオンを受領していた。さらに，Ｙ社は，有識者により構成される第三者委員会から，本件意見表明をすることは相当である旨の答申を受けていた。

平成25年６月28日に開催されたＹ社の株主総会及び種類株主総会（以下「本件総会」という）において，全部取得条項付種類株式の取得等に係る議案についての決議がなされた。Ｙ社は，同年８月２日（取得日），全部取得条項付種類株式の全部を取得した（なお，同年７月30日に本件株式は上場廃止となった）。

Ｙ社の株主であったＸらは，本件総会に先立ち，上記決議に係る議案に反対する旨をＹ社に通知するとともに，本件総会において，同議案に反対した。その後，Ｘらが，会社法172条１項に基づき，全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定の申立てをしたのが本件である。

⑵　原々決定要旨・原決定要旨

「本件取引は基本的には株主の受けるべき利益が損なわれることのないように公正な手続を通じて行われたということができ，本件公開買付け開始当時において，少なくとも 2 月公開買付価格は適正な増加価値分配価格を織り込んだものであったと認めるのが相当である。」「しかし，（……）本件においては，本件公開買付けを公表した後の事情により，本件取得日における株式の客観的価値が本件報道前の市場株価から認められる価値と比較して，補正を行う必要がある。したがって，本件株式の本件取得日における客観的価値について上記補正を行う必要のない場合を前提として公正な価格と認められる 2 月公開買付価格を，補正後の客観的価値を基に相応の増加価値分配価格が付加されたものとしてそのまま採用することは困難といわなければならない。」

⑶　決定要旨（法廷意見）

「株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下『多数株主』という。）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い，その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし，当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては，多数株主又は上記株式会社（以下『多数株主等』という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら，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，上記公開買付けに係る買付け等の価格は，上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると，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。上記の場合において，裁判所が，上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず，公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは，当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず，本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年３月26日第一小法廷決定・民集69巻２号365頁参照），原則として，裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。」

「したがって，多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い，その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし，当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において，独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により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，その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で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。」

「本件株式の取得価格は，抗告人の主張するとおり，原則として本件買付価格と同額となるものというべきであり，本件の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ない。」

⑷ 決定要旨（小池裕裁判官補足意見）

「株式価格の形成には多元的な要因が関わることから，種々の価格算定方式が存する。そのため，株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合にも，将来的な価格変動の見通し，組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であり，一定の選択の幅の中で関係当事者，株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ない。このような株式価格の算定の性質からすると，本件のような事案において，裁判所は，買付け等の価格という取引条件の形成に関わる手続の公正について的確に認定するという点で特に重要な機能を果たすものといえる。そして，公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められたとは認められない場合には，裁判所が取得価格を決定することになるが，そ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。ただし，裁判所が裁量権の行使に当たり，関係当事者等の経済取引的な判断を尊重してこれに委ねるべきか否かを判断するに当たっては，この方法が株式価格に関する多元的な要因を広く捉えるものとはいい難いという点も考慮する必要があろう。」

「一般に公正と認められる手続を通じて本件買付価格が定められた場合には，取引の基礎とし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のない限り，その価格を尊重しこれを取得価格とすべきものであるところ，原審は，特段の事情が認められないにもかかわらず本件買付価格を採用しなかった上，本件買付価格には取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動が織り込まれているといえるにもかかわらず改めて事後の事情を考慮した補正をする算定をしており，本件取得価格の算定に関する原審の判断は，裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ないと考える。」

「なお付言すると，本件において上記の特段の事情が認められないこと

は，少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられるといえるであろう。」

4　JCOM 事件最高裁決定についての学説による理解及び評価

本決定について，学説には，以下のように理解した上で，おおむね肯定的に評価するものが多い。当該理解及び評価について大きく分ければ以下のようになる。

⑴　公開買付け公表日から取得日までの株式市場全体の動向を反映した補正を行わなかったことに対する肯定的評価とその理由付けに対する批判

本決定について，原則として「公開買付前置型のキャッシュアウトがなされる場合には，公開買付価格が公正に設定されている限り，公開買付後の株式市場の変動等を勘案した『補正』はすべきではないと」判断したものとして理解する見解がある。そして，２⑵(a)において前述した「政策論的な観点」からすれば当該判断は妥当である，と述べる[41]ものが多い[42]ように思われる。また，２⑵(b)において前述した批判に関連して，株式「買取請求権について確立してきた考え方」との「形式論的な観点」からも肯定的な評価がなされている[43]。

もっとも，その理由付けには問題がある，ともされている。すなわち，本決定は，その理由付けとして，公開買付価格が「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」ことを掲げている（３⑵参照）。しかし，公開買付け開始時「の情報を前提に，将来の株式市場の変動やキャッシュアウトによる企業価値の上昇分も勘案し，いわばその期待値を反映して設定された価格が」

公開買付価格「だとして」,「会社法172条に基づく価格決定請求を申し立てた」日「時点で同様の作業を行えばそれと違った価格になるというのが株主側の主張であ」り,「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定されたということと,その後実際に生じた市場動向を勘案して『補正』を行うこととは,それ自体としてはなんら矛盾しない」。[44]

⑵ 一定の場合には公開買付価格と同額を取得価格と決定するのが相当であると判断したことに対する肯定的評価

本決定は「手続的な審査に重点を置くものであるとともに,一定の場合には,裁判所が取得価格の算定をやり直すことを否定し,公開買付価格をそのまま取得価格とすべき旨を示したものである」と理解されている[45]。この理解に従えば,2⑴及び⑶において前述したことからして,本決定は肯定的に評価されるものと考えられる[46]。

⑶ 特段の事情についての理解

本決定は,一般に公正と認められる手続を経たなどの場合であっても,(「一連の」)「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存する場合には,公開買付価格を取得価格と認めることができない場合があり得るとしている」と理解されている[47]。さらに,当該特段の事情がある場合には,「キャッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点が『公開買付開始時点』から『全部取得決議時点』へと変更」され,当該「決議日までの補正」が行われ,それが要因となって,結果的に,公開買付価格と同額が取得価格とは認められないことになる場合がありうる,として本決定を理解していると思われる見解がある[48]。

また,どのような場合に特段の事情があると認められるかについては以

下のような見解がある[49]。すなわち，「本決定は，取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動は，特段の事情には該当しないとの前提に立っていると思われる」。他方で，「仮に本件より市場全体の株価の変動割合が大きい場合においても，これを考慮する必要がないかは，必ずしも明らかではない」。さらに，「市場全体の株価の変動以外に，どのような事情が特段の事情に該当するかという点も，本決定からは必ずしも明らかではないが，『予期しない変動』との趣旨からすれば，当事者の予測可能性を超えるような例外的な場合のみが当たると解するのが相当であろう」。 なお，「本決定の小池補足意見は」，「少数株主や株式市場の反応が特段の事情の有無を裏づける事情の一つになることを示唆している」。[50]

Ⅲ　JCOM 事件最高裁決定などについての検討

1　JCOM 事件最高裁決定についての検討（と必要な範囲での関連する議論についての検討）

⑴　一般に公正と認められる手続を「経なかった」場合には，なおも「取得日までの補正」が行われる可能性について

Ⅱ 4 ⑴において前述したように，学説は，本決定について，原則として「公開買付前置型のキャッシュアウトがなされる場合には，公開買付価格が公正に設定されている限り，公開買付後の株式市場の変動等を勘案した『補正』はすべきではないと」判断したものとして理解し，その理由付けには問題があるが，判断自体は妥当である，と肯定的に評価するものが多いように思われる。確かに，一般に公正と認められる手続を「経た」ことを前提としている限りにおいて，適切な理解であり，Ⅱ 2 ⑵ⓐにおいて前述した「政策論的な観点」からすれば，適切な評価である[51]。しかし，以

上の場合とは異なり，そのような手続を「経なかった」場合には，本決定からすれば，本決定以降の裁判所によって，「公開買付け公表日から取得日までの株式市場全体の動向を反映した補正」が行われる可能性があるようにも思われる。その理由は以下のとおりである。

すなわち，本決定は，「一般に公正と認められる手続により」「公開買付けが行われた場合には，上記公開買付けに係る買付け等の価格は」，「公開買付けを行い，その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし，当該株式会社が同株式の全部を取得する」「取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると，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」と述べている[52]。当該部分からすれば，本決定は，「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」公開買付価格を定めたのであるということができるような一般に公正と認められる手続を「経て」公開買付前置型のキャッシュアウトの第一段階目である公開買付けが行われた場合であれば，公開買付価格は「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」と述べている，ということになるように思われる。そして，そのような場合には，原則として，裁判所が（取得日までの補正を行うなどして）「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」（全部取得条項付種類株式に係る）取得価格を独自に算定することなく，公開買付価格と同額を取得価格（公正な価格）として決定する，ということになるのであろう。

他方で，そのような一般に公正と認められる手続を「経なかった」場合には，公開買付価格についてそのように「いうことができない」可能性も

ある[53]，ということになるのではないだろうか。そして，実際にそのように「いうことができない」場合なのであれば，裁判所は，「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」取得価格を独自に算定するということになろう[54]。そうだとすれば，そのような算定を行うために（それによって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むことができるのであれば，そのために，）「取得日までの補正」を行う[55]（結果的には，取得価格が公開買付価格と同額であるとはされない場合もある），ということになるようにも思われるのである[56][57]。[58][59]

また，以上に鑑みれば，本決定が，（「公開買付とキャッシュアウトをいわば一体に考え」ることができるケースであっても，）「公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考え」ることになる（Ⅱ２⑵(b)参照）かどうかは，少なくとも断言することはできず，「取得日時点」を公正さの判断時点であるとして考えている可能性もあるのではないだろうか[60]。

⑵　一般に公正と認められる手続を「経た」場合とはどのような場合か

⑴において前述したように，本決定の下では，「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」公開買付価格を定めたのであるということができるような「一般に公正と認められる手続」（以下「⑴において述べた意味での手続」という）を「経た」場合であれば，原則として裁判所は取得価格を独自に算定することはなく，「取得日までの補正」も行われず，公開買付価格と同額が取得価格であると決定されることになろう。とは言え，そのような手続を「経た」ことを裁判所が容易に認めるようであれば，公開買付価格と同額が取得価格であると決定される可能性が高くなると考えられる。したがって，仮に本決定が「公正さの

判断時点」を「取得日時点」と考えているとしても（(1)参照），そのような手続を「経た」ことが容易に認められるかどうか次第では，「公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える」（ひいては(1)において述べた意味での手続でないとしても一般に公正と認められる手続を「経た」と考えるであろう）学説（Ⅱ 2 (2)参照）と，結論としてはそれほど変わりがないということになろう。それでは，本決定の下では，より具体的にどのような手続を経れば，「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」公開買付価格を定めたのであるということができるような一般に公正と認められる手続（(1)において述べた意味での手続）を「経た」と認められるでのあろうか。（なお，本決定においても，一定の措置が講じられる等といったこれまでも裁判例・学説において言及されてきた点が挙げられている（Ⅱ 3 (3)参照）が，以下は，「公正さの判断時点」に係る議論を踏まえてより実質的に（後掲（注(149)）参照）検討を行うものである。）

この点に関連して，「本件では，市場株価全体の大幅な上昇を踏まえ[61]，再交渉により公開買付価格の引上げを合意することができ，このことは本件の裁判手続においても，手続の公正性を裏づけるものとして評価された可能性も否定できないと思われる」という指摘[62]がある。当該指摘を参考にして検討するのであれば以下のとおりになる。すなわち，公開買付価格決定に関与する各当事者（対象会社取締役会等）が，①公開買付け「公表日」から「開始日」まで（相当の間隔がありその間に）実際の市場株価全体の大幅な上昇があったことを明らかに踏まえて，引き上げられた金額中に当該上昇を（対象会社の株式価値に影響する限度において）(3)参照）反映した，というだけではなく[63]，公開買付け「開始日」から「取得日」までの期間においても「引き続き」当該上昇が継続すると（実際のところその後にどうであろうが引き上げ時点においては）予測し，その予測を反

映することを（原則として）明示的に公開買付価格に係る再交渉の場において議論し，引上げられた金額中に当該予測を（対象会社の株式価値に影響する限度において）（その時点の判断としては）十分に反映したのであれば[64]，一般に公正と認められる手続（(1)において述べた意味での手続）を「経た」と認められる，ということになるのではないだろうか。（他方で，例えば，公開買付け「開始日」から「取得日」までの期間においても引き続き上昇が継続すると予測したにもかかわらず引き上げられた金額中に当該予測を（対象会社の株式価値に影響する限度において）（その時点の判断として）十分に反映しなかったという場合であれば，そのような手続を「経た」ものとは認められない，ということになろう。）

以上を踏まえて本決定について整理すれば，以下のようになろう。すなわち，本決定は，本件においては一般に公正と認められる手続を「経た」と認めているようにも思われ[65]，最終的には，公開買付価格と同額を取得価格であるとして決定していることから，実際に引き上げられた金額中に当該予測が（対象会社の株式価値に影響する限度において）（その時点の判断としては）反映されたものと判断したのであると理解できるかもしれない。もっとも，本件においては，原決定までにおいて認定された事実からすれば，公開買付価格決定に関与する各当事者（対象会社取締役会等）は，公開買付け「開始日」から「取得日」までの期間においても「引き続き」当該上昇が継続すると（実際のところその後にどうであろうが引き上げ時点においては）予測し，その予測を反映することを明示的に公開買付価格に係る再交渉の場において議論してはいないように思われる[66]。にもかかわらず，本決定が当該手続を経たと認めたのだとすれば，公開買付け「公表日」から「開始日」まで（相当の間隔がありその間に）実際の市場株価全体の大幅な上昇があったことを明らかに踏まえて，公開買付価格の引き上げが合意された場合には，公開買付け「開始日」から「取得日」ま

での期間においても引き続き当該上昇が継続すると予測し，その予測を反映することを公開買付価格に係る「再」交渉の場において議論し，実際に引き上げられた金額中に当該予測を（対象会社の株式価値に影響する限度において）（その時点の判断としては）十分に反映した，と推測できると本決定は考えたのであると理解することになろうか。もしそうだとすれば，一般に公正と認められる手続（⑴において述べた意味での手続）を「経た」と容易に認められたものと評価できよう。[67]

（なお，そのように理解した上での本決定に従えば，これまでの裁判例における事案の大部分であると思われる，②（本件とは異なり）公開買付け「公表日」と「開始日」が近接しているがために公開買付価格の引き上げが交渉・合意されてはいない場合においても，当該「公表日」までの相当の期間に実際の市場株価全体の大幅な上昇があり，当該上昇が明らかに踏まえられて公開買付価格が決定されたようなケースでさえあれば（Ⅱ１⑵⒜参照），一般に公正と認められる手続（⑴において述べた意味での手続）を「経た」と容易に認められることになるかもしれない[68]。）

以上からすれば，仮に本決定が「公正さの判断時点」を「取得日時点」と考えているとしても，「公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える」学説と，結論としてはそれほど変わりがないと言えるようにも思われる。[69]

⑶ 「織り込んだ上で定められているということができる」と比較的容易に認めることができる上，本来織り込まれるべき事柄

⑴及び⑵においても検討したように，本決定は，一定の場合には，「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」と述べている。しかし，（それが株式市場全体に対する，経済全体動向に係る何らかの事象の影響によるものだとして）「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」よりも，DCF法等を用いて「取得日時点での対象会社の企業価値」等を算定するのに必要な数値等[70]の方が，（DCF法等を用いた算定結果を踏まえて）公開買付価格中に「織り込んだ上で定められているということができる」と比較的容易に認めることができる上，本来織り込まれるべきものであることを（今後の裁判所が一般に公正と認められる手続を経たかどうかを判断するに際しても，さらには，⑷以降における検討に際しても有益であることから）確認しておく必要がある。その理由は以下の通りである。

すなわち，仮に本決定が「公正さの判断時点」を「取得日時点」と考えているとして，取得価格として「取得日における公正な価格」が決定されるという場合に，公開買付価格と同額がそのような取得価格とされるのであるなら，当該公開買付価格が取得日における公正な価格と同額であると言える必要があろう。そうだとすれば，当該公正な価格を「より客観的に正確」に算定することができる方法において用いられる事柄の方が，公開買付価格中に「織り込んだ上で定められているということができる」と比較的容易に認めることができる上，本来織り込まれるべきものであると思われる。この点について，「経済全体動向」[71]を踏まえる必要がある，取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動を予測するよりも，（そのような動向も踏まえながらではあろうが）[72]「対象会社」に直接関係する事柄である，DCF法等を用いて「取得日時点での対象会社の企業価値」等を算定するのに必要な数値等を予測する方が，公開買付価格決定に関与する各当事者（対象会社取締役会等）にとって比較的容易であるように思われる。加えて，各当事者は，そのようにして予測された価格変動に基づくよりも，そのような数値等を用いながら「市場株価によらない価格算定方法」であ

る「DCF 法等」[73] による方が，（DCF 法等の手法にも様々な問題点があるため相対的にではあるが）[74]「より客観的に正確」[75] に（「取得日における公正な価格と同額であるとされるような」）公開買付価格を決定することができる場合もあるように思われる。

以上，仮に本決定が「公正さの判断時点」を「取得日時点」と考えているとして，DCF 法[76] 等を用いて「取得日時点での対象会社の企業価値」等を算定するのに必要な数値等の方が，（DCF 法等を用いた算定結果を踏まえて）公開買付価格中に「織り込んだ上で定められているということができる」と比較的容易に認めることができる上，本来織り込まれるべき事柄であると言えるのではないだろうか[77]。[78] そして，そうだとすれば，ある事案において今後裁判所が一般に公正と認められる手続を経たかどうかを判断するにあたっては，（公正さの判断時点を「取得日時点」と考えるのであれば，）主として以上の点に着目して，実質的に審査すべきであるということに留意すべきである。

⑷　特段の事情について

ⓐ　特段の事情があると認められる場合の補正について

本決定は，一般に公正と認められる手続を経たなどの場合であっても，（「一連の」）「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存する場合には，公開買付価格を取得価格と認めることができない場合があり得るとしている」と理解されている（Ⅱ 4 ⑶参照）。この点について，Ⅱ 4 ⑶において前述したように，①当該特段の事情がある場合には，「キャッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点が『公開買付開始時点』から『全部取得決議時点』へと変更」され，当該「決議日までの補正」が行われ，それが要因となって，結果的に，公開買付価格と同額が取得価格とされない場合がありうる，として本決定を理解して

いると思われる見解がある。他方で，②仮に本決定が「公正さの判断時点」を「取得日時点」と考えているとすれば，当該特段の事情がある場合には，「取得日までの補正」が行われ，それが要因となって，結果的に，公開買付価格と同額が取得価格とされない場合がありうる，として本決定を理解することになるように思われる[79]。

⑹　特段の事情があると認められるのはどのような場合か

本決定は，特段の事情があるとは認められないとしているが，その理由を明らかにしていない（Ⅱ３⑶参照）。このことに関連して，「公開買付価格が引き上げられた事実が特段の事情の有無の判断に影響している可能性もあり得る」と述べる見解がある。[80]

この点について，引き上げ時点（最終的な公開買付価格決定時点）で「取得日までに生ずべき（市場の一般的な価格変動を含めて）何らかの事象」が「予期（予測）しうる」（予期しえた）のであれば，当該事象を踏まえて公開買付価格を引き上げることができる（できた）とは言えるかもしれない（⑵・⑶参照）。しかし，引き上げ時点で「予期（予測）しえない」（又は「予期しうるのに予期しなかった」）そのような事象があるとして，当該事象を踏まえて公開買付価格を引き上げることは（その時点で予期しえない（又は予期しうるのに予期しなかった）のであるから）ありえないであろう。そして，本決定において特段の事情とは，（「一連の」）「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」事情とされていることに留意すべきである。つまりは，（もし当該「予期しない」という文言が（「予期しうる」のに「予期しなかった」ことはさておき少なくとも）「予期しえない」ことを意味しており，しかも，）特段の事情がないと認められれば，一連の取引における「最終的な」公開買付価格と同額が取得価格であるとされること（⑹も参照）からして，（予期しう

る（しえた）としたら）予期する（べき（だった））時点は一連の取引中の「最終的な」公開買付価格決定時点であるとすれば，「公開買付価格が引き上げられた事実が特段の事情」がないという「判断に影響している可能性」はないように思われる[81]。

関連して，本決定は，「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」を「予期（予測）しうる」事象であると考えているように思われ（⑵参照），もしそうだとすれば，当該変動が，（その事情が「予期（予測）しえない」変動にかかる事情を意味しているとして）当該「特段の事情には該当しないとの前提に立っていると思われる」のは確かである。加えて，「仮に本件より市場全体の株価の変動割合が大きい場合」[82]に，特段の事情があるとされるかどうかについては，当該場合が「予期（予測）しえない」事象であったのかどうか次第である，ということになると思われる。（また，以上のように本決定を理解する限りにおいては，これまでの裁判例における事案の大部分であると思われる，（本件とは異なり）公開買付け「公表日」と「開始日」が近接しているがために公開買付価格の引き上げが交渉・合意されてはいない場合においても（⑵②参照），（その変動が公開買付価格決定時点で「予期（予測）しうる」事象であるとされるとして）「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」は特段の事情には該当しない，ということになろう。）他方で，⒜①のように理解していると思われる見解も，Ⅱ２⑵⒝において前述したことからすれば，（「公開買付価格の引き上げ」があるかどうかにかかわらず，）「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」については（おそらく）特段の事情に該当するとは考えていないように思われる。そうだとすれば，⒜①②いずれの理解によっても当該変動があっても特段の事情があるとはされず，他の事象により特段の事情があると容易に判断されるのではない[83][84]限りにおいては，補正が行われる場面が生じにくいという意味で，①②の理解には結論として差異が

ないと言えるかもしれない。

なお，Ⅱ４⑶において前述したように，「市場全体の株価の変動以外に，どのような事情が特段の事情に該当するかという点も，本決定からは明らかではない」という指摘がある。この点に関連して，（本決定が当該特段の事情がある場合に「全部取得決議日までの補正」か「取得日までの補正」かのいずれを行うと考えているかどうかにかかわらず，）⑶において前述したことを踏まえれば，特段の事情があると認められるかどうかの判断に際しても，公開買付価格決定時点で「予期（予測）した」（DCF 法等により算定される）「対象会社の企業価値」（ひいては，当該算定に必要な数値等）と全部取得決議日又は取得日時点での実際の企業価値とが大きく異なることとなったかどうかという要素が重要であるように思われる。とは言え，当該差異が生じたとしても，「『予期しない変動』の趣旨からすれば，当事者の予測可能性を超えるような例外的な場合のみが当たると解するのが相当であろう」[85] という点は確かである。

⑹　補足意見において言及された特段の事情の有無に係る判断要素

特段の事情については，小池裕裁判官が補足意見において「本件において上記の特段の事情が認められないことは，少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられるといえるであろう」と述べている（Ⅱ３⑷参照）。そして，（「株式市場」というのはさておき，）「少数株主の多数」「によって本件買付価格が受け入れられたとみられる」のは，「公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主」のうち多数が当該公開買付けに応募したという事実があったからであると思われる[86]。

もっとも，仮にそのような事実があったから「本件買付価格が受け入れられたとみられる」とは言えるとしても[87]，そのように「みられること」

から「特段の事情が認められないこと」が「裏付けられる」と言うことは必ずしもできないように思われる。すなわち，そもそも本決定における「特段の事情」とは，(b)において前述したことに従えば，取引における「最終的な」[88] 公開買付価格が決定された「後」に当該一連の「取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる」事情ということになるのではないだろうか。そうだとすれば，そのような特段の事情があると認められるかどうかの判断に際しての要素として着目されるべき「株主」というのは，公開買付価格が決定された「後」に，当該一連の取引における公開買付価格決定に際して基礎とされた事情の予期しない変動により自身が保有する株式の価値が変動する可能性について株式を保有しているがために考慮し続けうる立場にある者ということになろう[89]。以上を踏まえれば，補足意見が着目したように思われる「公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主」のうち公開買付けに応募した者よりも，公開買付けには応募せずに「全部取得決議に際して議決権を行使する少数株主」のうち当該決議に賛成する者の方が（相対的には[90]）着目されるべき株主ということになると思われる。

もし「公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主」のうち多数が当該公開買付けに応募したという事実があったから「本件買付価格が受け入れられたとみられ」，そのことから「特段の事情が認められないこと」が「裏付けられる」と言うのであれば，以下のように理解することになろうか。すなわち，まずは，「特段の事情」を，取引における（「最終的な」ではなく）「当初の」[91] 公開買付価格が決定された後における事情として理解する。その上で，当初の公開買付価格決定時点から最終的な公開買付価格決定時点までの間に，当該一連の「取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じた」場合[92] であっても，当該変動分を十分に反映するように当初の公開買付価格から引き上げられた「最終的な」公開買付価格が決

定され，そのような最終的な公開買付価格での公開買付けに多数の少数株主が応募したという事実に着目するのである。

しかし，以上のように理解するのであれば，正確に述べるとしたら，「当初の」公開買付価格が決定された後に，取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じた場合で，しかも，その変動分が最終的な公開買付価格に十分に反映されなかったと認めるに足りる事情が，「特段の事情」に該当すると考えることが必要であろう。（なお，そのような特段の事情があると認められた場合には，（当初の公開買付価格決定時に近接する公開買付け公表日から）「全部取得決議日」や「取得日」までの補正ではなく，「最終的な公開買付決定時点」までの補正が行われることになろう。）ところが，本決定は，「特段の事情」として，当該「変動が生じたと認めるに足りる事情」と述べているにすぎず，しかも，そのような事情は認められないとしていることからすれば，本件においてはそもそも当該変動は生じていないと判断されたことになろう。当該判断に従えば，最終的な公開買付価格での公開買付けに少数株主の多数が応募したのも，当該変動分が最終的な公開買付価格に十分に反映されたと判断したからではなく，何か別の理由によるものであった，ということになるのではないだろうか。そうだとすれば，以上のように理解することは困難であるように思われる。

また，以上のような理解は，本件のように「最終的な」公開買付価格が当初の公開買付価格から引き上げられた事案にのみ当てはまるものである，ということになろう。したがって，そのような事案ではない場合（⑵②・⑷⒝参照）において特段の事情があると認められるかどうかについて判断するに際して，「公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主」のうち公開買付けに応募した者に着目することは必ずしも[93]できないと思われる。

2　JCOM 最高裁決定に関連する議論についての検討

⑴　株式買取請求権に係る判例との形式的な整合性に係る検討

Ⅱ 2 ⑵⒝において引用し，これまでも言及してきたように，①企業価値が増加し，「存続会社等の株式を対価とする」組織再編において「組織再編比率が公正であるか否かを判断する時点」は「組織再編に係る株主総会決議時」である，②企業価値が増加し，「現金を対価とする」組織再編において「組織再編条件の公正さを判断する時点」は「組織再編に係る株主総会決議時」である，そして，③公開買付前置型の「キャッシュアウト対価の公正さの判断時点」は原則として「公開買付開始時点」である，という見解がある。確かに，当該見解は，Ⅱ 2 ⑵⒜において引用した「政策論的な観点」からすれば妥当であると言える。しかし，Ⅱ 2 ⑵⒝において引用した「形式論的な観点」，すなわち，株式買取請求権に係る判例との形式的整合性という観点からすれば，当該見解には，依然として当該判例との「不整合」な点がないわけではないように思われる。以下ではその理由について述べる。

すなわち，「株式を対価とする」①のケースにおいては，判例によれば（Ⅱ 2 ⑵⒝参照），「公正な価格は，原則として」，組織再編契約等「において定められていた」組織再編「比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいう」ことになる。そして，当該価格としては，いわゆる基準日（株式買取請求がされた日）における当事会社株式の市場価格が参照されている。つまりは，「組織再編に係る株主総会決議時」において当該比率が公正であるとされる場合には，当該比率を前提としつつも，当該決議日から当該基準日までの期間における各当事会社の株式価値の変動が一定程度反映されているであろう，当該基準日における当事会社株式の市場価格が「公正な価格」とされているのである。なお，反映されれば当事会社株式の市場価

格の変動を引き起こすような「当事会社の株式価値」（実質的には企業価値）の変動に係る要因としては，㋐㋑（当該組織再編の有無や㋒とは無関係に生じる）各当事会社固有の要因（区別できるとして，以下では，便宜的に，㋐を被買収会社（対象会社），㋑を買収会社（相手方）に係る要因とする），㋒経済全体又は当該各当事会社が属する業界全体の動向等に基づく要因，㋓当該組織再編による企業価値の増減（「それに対する株式市場の予測」）という要因が考えられよう[94]。他方で，「現金を対価とする」②及び③のケースにおいては，前述した見解に従えば，当該条件又は対価が「組織再編に係る株主総会決議又は公開買付開始日の時点において」公正であるとされる場合には，当該条件又は対価に係る金額と同額であることが通常であると考えられている[95]基準日（株式買取請求がされた日又は取得日）における対象会社株式の市場価格（又は当該金額）が「公正な価格」とされるのであろうが（Ⅱ２⑵⒝参照），当該市場価格（又は当該金額）には，当該決議日又は開始日から当該基準日までの期間における各当事会社の株式価値の変動が反映されないということになろう[96]。

以上からすれば，前述した見解にも，「株式を対価とする」①のケースとの，すなわち，株式買取請求権に係る判例との形式的な整合性という観点からして，当該判例との「不整合」な点がないわけではないように思われる[97]。むしろ「現金を対価とする」②及び③のケースにおいても，（条件又は対価の公正さの判断時点を，「株式を対価とする」①のケースに合わせて，組織再編に係る株主総会決議又は公開買付開始の時点としつつも，）㋐，㋒及び㋓の要因による対象会社の株式価値の変動等を反映させるように[98]「公正な価格」を裁判所が（単に対象会社株式の市場価格を参照するのではなく）独自に算定する[99]ことも，（ある意味で）形式的な整合性という観点からすれば肯定的に評価されるべきということになるのではないだろうか[100][101][102]。[103][104]

また，以上に関連して述べれば，本決定は，一般に公正と認められる手続を「経た」場合には公開買付価格が，㈠の要因に関連する「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」を「織り込んだ上で定められている」と考えたものとして理解しうる（１⑵等参照）。そうだとすれば，「株式を対価とする」①のケースと「現金を対価とする」③のケースである本件とにおいて，以上において述べてきた意味での形式的な整合性を確保しようとしたものとして本決定を評価することもできるかもしれない[105][106]。

⑵ 「補正」をする（べきではない理由ではなく）「必要はない」理由に係る検討

Ⅱ２⑵⒝において引用した見解は，「現金を対価とする」組織再編においては，「たとえ」組織再編承認「決議日以降に，株式市場全体が高騰したという事情があったとしても」，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」組織再編条件である現金額「に変わることが予定されており，これは株式市場全体の動きに従って変動するものではないから」，当該金額「という価格を『補正』する必要はない」と述べる。

この点について，当該見解においては，組織再編「条件」「の公正さを判断する時点」は「組織再編条件の決定時」である，とされている（Ⅱ２⑵⒝参照）。そして，その時点で当該条件（対価である現金額）が公正であるとされる場合には，裁判所は（基準日までの株式市場全体の株価の動向を反映させるための補正を行うことはなく）対価である現金額と同額を「公正な価格」と認めるということになるのであろうから，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」対価である現金額（と同額）「に変わることが」「予定され」ることになると言えそうである[107]。結果として，「これは」という文言が「組織再編において対価が公正なものであったならば基準日（又は組織再編の効力発生日）において消滅会社株式が有している

価格」（Ⅱ２⑵⑹参照）を意味しているとして，当該価格は，当該現金額に固定されることになり[108]，「株式市場全体の動きに従って変動するもの」ではなくなる。

他方で，組織再編「条件」「の公正さを判断する時点」を例えば「株式買取請求がされた日」（＝基準日）とし，何らかの手法により裁判所が当該条件（対価である現金額）とは異なる「公正な価格」を算定することがあるのであれば，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」対価である現金額（と同額）「に変わることが」必ずしも「予定され」なくなるのではないだろうか。そうだとすれば，「組織再編において対価が公正なものであったならば基準日（又は組織再編の効力発生日）においてその株式が有している価格」は，当該現金額には必ずしも固定されずに，（裁判所が当該条件とは異なる「公正な価格」を算定するに際して用いる何らかの手法の内容次第では）「株式市場全体の動きに従って変動する」可能性があるように思われるのである[108][110][111]。

以上からすると，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」対価である現金額「に変わることが予定されており，これは株式市場全体の動きに従って変動するものではない」ことは，「『補正』する必要がない」ことの理由にはならないように思われる。つまりは，裁判所が（組織再編条件の公正さを判断する時点を組織再編条件の決定時と考えるがために，又は，当該時点を基準日と考えてはいるものの一般に公正と認められる手続を経たことを容易に認める（１⑵参照）等がために）ほとんど例外なく「取得日までの補正」という手法（等を用いるべきでないと考えて当該手法）を用いることなく組織再編条件（対価である現金額）と同額を「公正な価格」と認めるという運用が確立しているのであれば，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」当該金額「に変わることが予定されており，これは株式市場全体の動きに従って変動するものではな」くなる，と

いう関係性があるにすぎないのではないだろうか。他方で，（「政策論的な観点」からすれば妥当ではないとしても[112]，）裁判所が（組織再編条件の公正さを判断する時点を基準日と考え，しかも一般に公正と認められる手続を経たことを容易に認めること等もなく）「取得日までの補正」という手法等を用いるべきである（必要がある）と考えて実際に当該手法を用いて「公正な価格」の算定を行うという運用が確立するのであれば，「消滅会社株式は」組織再編「の効力発生日に」当該金額「に変わることが」必ずしも「予定され」ず，「これは株式市場全体の動きに従って変動する」可能性がある，という関係性になるように思われる。[113]

⑶　公正さの判断時点としての「公開買付開始時点」についての検討

Ⅱ 2 ⑵⑹において前述した見解は，原則として公開買付前置型の「キャッシュアウト対価の公正さの判断時点」を「公開買付開始時点」と考えているように思われる[114]。また，「現金を対価とする」組織再編の場合における条件の公正さの判断時点である承認決議時に相当するのは，「公開買付開始時点」であると述べている。

しかし，組織再編に係る株主総会決議は，株主総会開催日「当日（の一定の時刻）」における（各）当事会社の株主の議決権行使により成立するかどうかが決定されるが，それとは異なり，公開買付けへの対象会社株主による応募は，当該買付けが行われる「一定の期間」（本件においては30営業日）[115] 中になされる。したがって，現金を対価とする組織再編の場合における条件の公正さの判断時点である承認決議時に相当するのは，「公開買付開始時点」ということにはならず，「公開買付期間中で各株主が応募した時点」[116] ということになるのではないだろうか。また，（本件のように株式市場全体の株価の動向（を示す指標）が上昇基調にあることにも関連して，）実質的に見ても，この程度の期間があれば，その期間中に対象会

社の企業価値に影響がある事象が発生したことにより（１⑶・２⑴参照），（本件とは異なり，大部分の場合において，公開買付価格[117]が決定された日及び公開買付公表日に近接するであろう）「公開買付開始時点」と「公開買付期間中で各株主が応募した時点」とにおける「対価の公正さ」に差異が生じる可能性もあろう。

（なお，この点に関連して，前述した見解は，「仮に合併計画公表後に当事会社の企業価値に影響がある事象が発生し，当初の合併条件のままでは不公正となる状況が発生したとすれば，当初の条件を修正して合併承認決議を得るべきである」と指摘する[118]。当該指摘に鑑みれば，公開買付前置型のキャッシュアウトにおいて，実際にそのような状況が生じた（と公開買付価格決定に関与する各当事者（対象会社取締役会等）が認識した）場合には，「公開買付終了時点」までに公開買付価格を（少なくとも上方へ）修正[119]するべきということになるのではないだろうか。そして，そうであるにもかかわらず又はそうではなかったことから公開買付価格が修正されなかったとして，それでも公開買付けに応募した各株主は，「応募した時点」において（「公開買付開始時点」以降に，対象会社の企業価値に影響がある事象は発生していないと考え，）対価が公正であると判断したのである，と考えうるかもしれない[120]。そのように考えるのであれば，公開買付けに応募した株主が「多数」（１⑷⒞参照）であり，（他にも）一般に公正と認められる手続を「経た」と認める場合には，裁判所は独自に修正（算定）した，公開買付価格とは必ずしも一致しない金額を取得価格とするのではなく，公開買付価格と同額を取得価格とする，ということになるであろう。）

以上，（そのように考えるか否かにかかわらず，）組織再編比率又は条件の公正さの判断について（株主総会決議を通じて）株主を関連させるのと合わせて，公開買付前置型のキャッシュアウト対価の公正さの判断につい

て株主を関連させるのであれば，少なくとも当該公正さの判断時点を「公開買付開始時点」とすることはできないように思われるのである。したがって，もし当該公正さの判断時点を「公開買付開始時点」としようとするのであれば，（組織再編との形式的な不整合が生じるのを認識しつつ（(1)参照），）株主を関連させない，ということが必要になるのではないだろうか[121]。そして，実際に関連させずに「公開買付開始時点」を公正さの判断時点とするのであれば，（本件とは異なり）「公開買付公表日」（公開買付価格が決定された日と近接する日）と「公開買付開始時点」とが近接している場合には，それらの各時点の間に対象会社の企業価値に影響がある事象が発生する可能性はほとんどないであろうから，公開買付価格を修正する必要はない，ということが多くなろう[122]。結果として，（株主が関連しない）一般に公正と認められる手続を「経た」と認める場合には，裁判所は独自に修正（算定）した，公開買付価格とは必ずしも一致しない金額を取得価格とすることなく，公開買付価格と同額を取得価格とする，ということになろう。

Ⅳ （「現金を対価とする」）公開買付けを前置した「存続会社等の株式を対価とする」組織再編における公正な価格の算定に係る関連議論についての検討

公開買付前置型のキャッシュアウトに係る本件と同様に二段階買収の場合である，（「現金を対価とする」）公開買付けが行われ，その後に，「存続会社等の株式を対価とする」組織再編が行われる場合（公開買付開始時点において利益相反構造がある事案に限る）における公正な価格はどのように算定されることになるのであろうか。

この点について，裁判例[123]には，株式「交換比率は，算定時点（交換比

率公表時点）における完全親会社と完全子会社の企業価値（株式価値）を対比して決められるべきものである」とした上で，「本件交換比率が」完全親会社と完全子会社の「企業価値（株式価値）の対比において定められた公正な比率であるならば，本件交換比率公表後の」（その後に完全子会社となる）対象会社「株式の市場株価には，その価格形成を歪めるような事情がない限り，本件交換比率や完全親会社」「の市場株価の動向等を基礎として本件株式交換によって増加した企業価値の公正な分配分を含む」対象会社の「企業価値が反映されているとみることができる」とし，実際に基準日（株式買取請求がされた日）における対象会社株式の市場価格を参照して公正な価格を決定したものがある。そして，本決定に係る関連議論においては，当該裁判例について，「公開買付価格をもって買取価格とはしないで，第２段の組織再編に着目し，単発の組織再編と同じ枠組みにおいて判断」するものであり，株式対価の公正さの判断時点は（「公開買付時点」ではなく）「組織再編承認決議時点」とされている，と理解した上で，少なくとも否定的に評価してはいないように思われる見解がある(124)。

他方で，当該見解の論者は，公開買付前置型のキャッシュアウトについては，キャッシュアウト対価の公正さの判断時点は原則として「公開買付時点」である，と述べていた（Ⅱ２⑵⑹参照）。そうであるにもかかわらず，公開買付前置型の「株式を対価とする」組織再編においては，対価の公正さの判断時点が，「公開買付時点」ではなく，「組織再編承認決議時点」とされている（ことが少なくとも否定的に評価されていない）のはなぜなのだろうか(125)。その理由は明示されていないが，これまで検討してきた内容等を踏まえれば以下のようになるのではないだろうか。

そもそも当該見解において，キャッシュアウト対価の公正さの判断時点が原則として「公開買付時点」であるとされていたのは，以下の理由からであった。すなわち，「公開買付前置型キャッシュアウトの場合には」，「い

わゆる公開買付の強圧性を避けるために」，「公開買付時点で，キャッシュアウト対価[120]まで公表されるのが通常である。この公表は法的にも拘束力があるというべきであり，仮に後にこれに満たない価格でキャッシュアウトがなされれば，キャッシュアウトの対象株式を保有する株主はその差額の賠償を求めることができるはずである。このように会社側が拘束力ある形でキャッシュアウト条件についてコミットした場合には」，「例外的なケース[121]ではない限り」，「公開買付とキャッシュアウトをいわば一体に考え，公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える」「ことができるというべきである」というものである[122]。当該理由からすれば，「公開買付け」とその後の「株式を対価とする組織再編」とを一体に考えることができないのであれば，株式対価の公正さの判断時点は「公開買付時点」とはならない（考えない），ということもありうると思われる。そして，当該理由等を踏まえれば，一体に考えることができるかどうかは，「公開買付時点で」，その後の組織再編における株式対価は，（現金と株式という差異があるものの）実質的には「公開買付価格と同額」である，ということが公表され，「実際にも」そのような株式が交付される[123]かどうか次第であるということになると思われる。この点に関連して，「二段階買収の二段階目の行為が，買収会社（株式交換完全親会社）の発行する株式を対価とする株式交換であり，かつ，株式交換比率が」，「固定の比率として決定される場合には[130]，株式交換比率の決定の時点における完全親会社の株式の市場株価によれば，完全子会社株主に交付する完全親会社株式の価格が公開買付価格と同額になるように決定され」ることについて言及する見解がある[131]。当該見解を参考にすれば，この決定が「公開買付時点で」公表され[132]，実際にそのような株式が交付されるというケースであれば，（構造的な）強圧性がないともされ，一体に考えることができる，ということになるかもしれない。

ただし，以下の点について留意すべきである。すなわち，株式交換比率が決定され，公表された後には，「完全子会社株主に交付される完全親会社株式の」市場価格は，株式交換が行われることを（株式市場が）織り込んだものになる可能性が高いように思われる[133]。また，株式交換比率を通じて当該市場価格を反映した「対象会社（完全子会社）株主が保有する対象会社（完全子会社）株式の市場価格」が，（その後には同額でなくなるとしても）公開買付価格と同額である（同額となったままである）時点で，当該株式を当該金額で売却することができる機会までも確保されているのであれば，公開買付時点において，当該公開買付けが強圧性を有しない，と評価することができるという考え方もできるかもしれない。仮に当該考え方に依拠するのであれば，公開買付けには（構造的な）強圧性がなく，公開買付けと株式交換とを一体に考えることができる，というためには，公開買付価格の決定に関与する各当事者（対象会社の取締役会等）が「公開買付時点」において，その後の株式交換が行われることを（株式市場が）織り込んだ場合の，「株式交換比率公表時点」における買収会社（完全親会社）株式の市場価格（ひいては株式交換比率を通じて当該市場価格を反映した対象会社（完全子会社）株式の市場価格）を正確に予測するという作業[134]を行う必要がある，ということになるではないだろうか[135]。

他方で，そのような予測がなされ（え）なかったり，仮に予測がなされ（え）たとしても当該予測を前提にした（，（構造的な）強圧性を回避するような）公表がなされなかったような場合には[136]，（構造的な）強圧性があるともされ，公開買付けと株式交換とを一体に考えることはできない，ということになろう。したがって，その場合には，株式対価の公正さを判断する時点は，「公開買付時点」ではなく，「株式交換（組織再編）比率公表時点」（又は「株式交換（組織再編）承認決議時点」（Ⅲ２⑶参照））[137]ということになると思われる（し，前述した見解は，前述した裁判例における

事案について，そのような場合に該当するものとして理解していると考えることができるかもしれない[138])。

なお，株式対価の公正さを判断する時点が「公開買付時点」とされる場合には，（仮に本決定の基本的な考え方をあてはめて考えることができるとして，）裁判所が一般に公正と認められる手続を経たかどうかを判断する時点も，基本的には当該時点ということになると思われる。そして，その場合には，裁判所は，「組織再編承認決議時点」において（強圧性に関連するものを除き）そのような手続を経たかどうかをあらためて判断する必要はないということになろう。他方で，株式対価の公正さを判断する時点が「組織再編承認決議時点」とされる場合には，当該手続を経たかどうかを判断する時点も，基本的には，当該時点ということになると思われる。そして，その場合には，（公正な価格を決定する場面である限りにおいて）[139]裁判所は，「公開買付時点」においてそのような手続を経たかどうかを判断する必要はないということになろう。

Ⅴ　客観的価値等の再算定の意義との関連での，JCOM最高裁決定を前提とした「一般に公正と認められる手続」に係る判断に際しての留意点

Ⅱ 2(1)において前述したように，客観的価値と増加価値分配部分と[140]を「区分」して算定するという，裁判所による取得価格決定の基本的な判断枠組みに対しては批判があった。当該批判の中には，客観的価値「の再算定には積極的な意義は認められない」とするものがあり[141]，具体的には，「MBOや支配株主による完全子会社化でナカリセバ価格を保障するべきかどうかが仮に問題になるとしたら，取引前の会社の状態について情報の非対称があり，構造的な利益相反によりそれを利用した利得が買収者に生じ

る場合」であるが，こうした「利得が生じるどうかのチェック」を行うために，「市場価格」と「公開買付価格」「を比較しても」「意味はな」く，当該「チェックは，結局のところ，手続を中心とした公正さと同様の要素の審査に帰着すると考えられる」と指摘するものがあった。もっとも，当該指摘については補足（留意）されるべきことがあるように思われる。

第一に，当該指摘は，いわゆるナカリセバ価格に言及していることから，（判例によれば[142]，）企業価値の増加が「生じない」にもかかわらず，そのような利得が生じるがために MBO 等が行われてしまう，という場面を想定しているとも読みうる[143]。しかし，企業価値の増加が「生じる」場合であっても，すなわち，（判例によれば，）シナジー分配価格が「公正な価格」であるとされる場面であっても[144]，「資本市場の発展や資本コストの削減のために」[145] そのような利得が生じることを抑止する必要がある。

第二に，そのような抑止の必要性という観点からすれば，（企業価値の増加が生じる場合を例にして述べれば，）裁判所が「公正な価格」を決定するにあたって，（取引後の事業計画を参照することができないようなときには，とりあえず，）客観的価値と企業価値分配部分とを区分した上で，（後者についてはともかく）[146] 前者を（再）算定することには一定の意義があるように思われる。確かに，「市場価格」が当該客観的価値を反映していない価格なのであれば，そのような「市場価格」を参照してその同額を「客観的価値」であると算定した上で，当該「市場価格」（＝「客観的価値」と同額であるとされた金額）と「公開買付価格」を比較しても，そのような抑止はできない[147]。しかし，そのような「市場価格」を参照してその同額を「客観的価値」とは認めずに，（仮にそれが客観的価値を反映しているとして，取引「公表時から長期間遡った期間の市場株価の平均値」を参照するなどして（Ⅱ１⑵⒜参照），）裁判所が「客観的価値」を（再）算定することには（次で述べる点を別にすれば）そのような抑止にとって意義

がある。

第三に，そのような抑止が「結局のところ，手続を中心とした公正さと同様の要素の審査に帰着すると考え」ることに関連して，確かに，裁判所が，「手続を中心とした公正さ」に着目することなく独自に「客観的価値」（ひいては公正な価格）の（再）算定をすることには問題があると言える一方で，まずはその点に着目して公正な価格を決定することには，当事者の予測可能性の確保等という観点からすれば適切であると言える[149]。しかし，そのような抑止を行うことができるかどうかという観点から，どのような手続が「一般に公正と認められる手続」といえるような手続であるかについての議論がこれまで十分になされてきたとは言えない。すなわち，ある手続を経ることによって，そのような抑止を行うためには，当該手続のうち特に第三者委員会や（当該委員会又は対象会社が選任する）企業価値算定機関が，「客観的価値」についての情報を取得する必要があるところ，当該委員会等が当該情報を取得するために付与されるべき権限（少なくとも対象会社に対するデューデリジェンス（DD）権限）についての議論はほとんどなされていない[149]。また，客観的価値の算定に際して，最終的に公開買付けの公表前「１ヶ月」の市場株価の平均値を参照する裁判例（Ⅱ１⑵⒜参照）にしても，そのほとんど全てが，そのような権限の付与状況等について適切に着目した上でそのような平均値を参照してきた，とは評価しえない[150][151]。加えて，そもそも，そのような裁判例のほとんど全てにおいて裁判所は，「増加価値分配部分」の算定においてしか，第三者委員会等に係る手続について着目してこなかったと整理することができる（Ⅱ１⑶参照）[153]。以上を踏まえれば，今後，裁判所が，まずは「手続を中心とした公正さ」に着目して公正な価格を決定するのであれば，そのような抑止を行うために，当該手続のうち特に第三者委員会等が（企業価値の増加が生じると判断する場合には「企業価値分配部分」と区分される）「客

観的価値」が公開買付価格に含まれているかどうかを検討していたかどうか，その前提として，第三者委員会等が当該客観的価値についての情報を取得するための一定の権限を付与されており，当該権限を実効的に行使していたかどうか等に着目すべきである[153]。つまりは，裁判所が「一般に公正と認められる手続」を経たかどうかを判断するにあたっては，（依然として）「客観的価値」（と「企業価値分配部分」[154]との区分）の存在を明確に認識することが重要である。すなわち，「客観的価値や」増加価値分配部分「などの区分を」認識しながら[155]，「裁判所は，まずは取得価格の形成過程を公正であるかどうかを審査すべきであ」る。

Ⅵ　結　語

以上，第一に，本決定の事案も踏まえながら本決定についてのあり得る理解等を示した上で（Ⅲ１⑴・⑶・⑷ⓐ），当該理解に基づいた上での本決定と，本決定に関連する議論において前提とされている考え方（キャッシュアウト対価の公正さの判断時点は公開買付時点である等（Ⅱ２⑵ⓐ・ⓑ参照））との差異が（結果として）生じ（てい）るかどうかについて検討した（Ⅲ１⑵・⑷ⓑ）。第二に，（本決定に係る評釈を行うにとどまらず，）当該考え方を（さらに）検討し（Ⅲ２⑵⑶），当該考え方に基づいて，本決定の事案と同様に利益相反構造のある二段階買収の場合である，（「現金を対価とする」）公開買付けが行われ，その後に，「存続会社等の株式を対価とする」組織再編が行われる場合における「公正な価格」についての考察も行った（Ⅳ）。第三に，本決定が言及している「一般的に公正と認められる手続」との関連で，これまでの裁判例における取得価格決定に際しての基本的な考え方の，依然として存在する意義についても検討した

（V）。

本稿が利益相反構造のある二段階買収における公正な価格についての議論に少しでも貢献できれば幸いである。

※脱稿後，藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路』（有斐閣，2017年），藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトと株式の取得価格」論究ジュリスト20号（2017年）に接した。

※本稿執筆にあたっては，原弘明本学法科大学院准教授から有益な示唆を賜った。記して御礼申し上げる。依然として残る誤りは筆者の責めに帰する。
※本稿は，JSPS 科研費 15K16967 の助成を受けたものである。

注

⑴　最決平成28・7・1金融商事判例1497号8頁（ジュピターテレコム（JCOM）事件（以下「本件」ということもある））。

⑵　例えば，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（2016年）（藤田①）参照。

⑶　塚本英巨「最高裁決定でキャッシュ・アウト事案の視界は良好に」金融法務事情2046号（2016年）1頁参照。

関連して，本件は，いわゆる MBO の事案ではない（MBO については，経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（MBO 指針）（2007年）4頁～5頁を参照。その上で，Ⅱ3⑴において後述する本件事案と対比されたい）が，本「決定は，MBO の場合も含めてキャッシュアウト一般について射程は及んでいる」と考えられている。藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法研究会研究記録第58号』（日本証券経済研究所，2016年）（藤田②）24頁～25頁参照。そうだとすれば，確かに，本決定についての理解次第では，キャッシュアウト事案の視界は良好になる可能性がある。なお，本稿においては，当該射程についての指摘を踏まえて，MBO に係る裁判例等にも言及する（Ⅱ1）。

⑷　当該検討に際しては，本決定における補足意見が指摘する点についても言及する（Ⅲ1⑷(c)）。

⑸　それに相当する手続については，拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制㈠㈡（三・完）」法学（東北大学）76巻2号・3号・77巻2号（2012年，2013年）（拙稿㈠㈡（三・完）），拙稿「独立当事者間取引を基準とした MBO 等における第三者委員会についての考察」近畿大学法学63巻3＝4号（2016年）

（拙稿②）参照。（なお，拙稿㈠58頁（注⑮）は，便宜的に，公開買付開始日と取得日（後掲（注⑼）参照）とにおいて対象会社の企業価値が同額であることを前提にしていたが，）Ⅱ２⑵⑹において引用した見解を参考にし，Ⅲ２⑶を踏まえて述べれば，公開買付前置型のキャッシュアウトについては，「公開買付期間中で各株主が応募した時点（又は公開買付終了時点）」を「キャッシュアウト対価の公正さの判断時点」とする，ということになる。

⑹　これまでの学説（特にⅡ２⑵）については，その論旨を正確に踏まえるために，長文にはなるが，可能な限り原文のまま引用する。

⑺　なお，本稿は，本件（Ⅱ３参照），MBO，親会社による子会社の完全子会社化のように，（第一段階である公開買付開始時点において）いわゆる利益相反構造がある（懸念される）事案における二段階買収における公正な価格（取得価格）（後掲（注⑭）参照）を対象とする検討を行う。当該構造の問題点と対象会社株主が頼りうる救済措置とについては，拙稿㈠・前掲（注⑸）21頁～29頁，拙稿「特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議と組織再編の差止」北村雅史＝高橋英治編『グローバル化の中の会社法改正』（法律文化社，2014年）234頁以下等参照。

⑻　本文中の以下において述べる「MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」を参考にしたものである。

⑼　なお，当該取得価格の算定基準日は「取得日」とされている。最決平成21・５・29金融商事判例1326頁35頁（レックス・ホールディングス取得価格決定申立て事件最高裁決定）田原裁判官補足意見等を参照。

⑽　東京高決平成20・９・12金融商事判例1301号28頁（レックス・ホールディングス取得価格決定申立て事件原決定）を参照。なお，「公正な価格」については，後掲（注⑭）参照。

⑾　森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』（有斐閣，2015年）354頁参照。

⑿　関連して，「取得日における株式の客観的価値がいわゆるナカリセバ価格と同等であるかについては，なお，議論がありうる」とされている。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）358頁参照。ナカリセバ価格については，後掲（注㉓）参照。

⒀　レックス・ホールディングス取得価格決定申立て事件最高裁決定（前掲（注⑼））を参照。

⒁　田中亘「第８章　総括に変えて―企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務―企業再編のすべて』（商事法務，2014年）（田中①）217頁は，②に関連して，MBO に係る事件「においては，MBO によって正の企業価値の増加が期待できることを前提にし」て当該決定（前掲（注⑼））がなされた「と見るべきである」と指摘している。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）357頁も参照。

関連して，公開買付前置型のキャッシュアウトにおける取得価格決定におい

ても，「組織再編における反対株主の株式買取請求に係る株式の『公正な価格』についての判例の法解釈は」「同様に妥当すると解すべきである」とされている（判例としては，最決平成24・２・29民集66巻３号1784頁（テクモ事件））。したがって，企業価値の増加が生じるのであれば，それを「公正に分配することが求められる」と指摘されている。田中①・同頁，森・濱田松本法律事務所・同頁等参照。以上を踏まえて，以下では，全部取得条項付種類株式に係る取得価格と，組織再編における反対株主の株式買取請求権に係る株式の公正な価格とが同義であることを前提に二つの価格を（互換的に）用いる場合がある。

なお，以下では，企業価値の増加が生じる場合に「公正な価格」とされる価格を，（ナカリセバ価格（後掲（注㉓）に対比されるものとして）便宜的に「シナジー分配価格」という。

⑮　以下では，主として，森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑪）による整理を参照する。

⑯　以上，森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑪）354頁参照（具体的な裁判例についても同頁～355頁参照）。もっとも，これらの裁判例は，当該市場株価の平均値を，公開買付価格と対比することによって，（⑶において後述する増加価値分配部分に関連すると思われる）「プレミアム」が十分な水準であるかどうかを審査する際の一要素としているにすぎない，と指摘されている。つまり，当該市場株価の平均値は，「『公正な価格』の算定にとって直接的な機能は果たしていない（間接的に，プレミアムの評価の基準点としてのみ機能する）といえる」とも評価されているのである。飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務2076号（2015年）43頁参照。また，阿南剛「スクイーズアウト型組織再編における対価の適正性」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く―M＆A・組織再編判例精選』（有斐閣，2013年）186頁，松中学「JCOM最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における『公正な価格』」商事法務2114号（2016年）５頁及び11頁～12頁も参照。

⑰　大阪地決平成23・１・28金融商事判例1390号38頁（松尾橋梁事件），大阪高決平成24・１・31金融商事判例1390号32頁（松尾橋梁事件），東京地決平成27・３・４金融商事判例1465号42頁（本件原々決定），東京地決平成27・３・25金融商事判例1467号34頁（東宝不動産事件），東京高決平成27・10・14金融商事判例1497号17頁（本件原決定）参照。また，田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例－東宝不動産事件」ジュリスト1489号（2016年）（田中②）112頁等も参照。

なお，本件原々決定及び原決定においては，公開買付け公表日ではなく，公開買付け等に係る計画についての報道がなされた日が起点とされた（３⑴・⑵参照）。

⑱　ただし，客観的価値の算定においていかなる場合であっても補正が行われる，というわけではないかもしれない。例えば，本件原々決定（前掲（注⑰））は，

「評価基準時点の株式の客観的価値を判断するための基礎として当該評価基準時点から一定期間前の市場株価を参照し，これをもって当該評価基準時点の株式の客観的価値とすることは合理的であると解される」が，「本件においては，本件株式の客観的価値を評価するための基礎として用いることのできる市場株価が評価基準時点よりも９か月以上も前のものであり，その間に本件株式にも影響を与えるものと推認されるような事情により市場全体の株価の動向を示す指標が大きく変動し」ているという「ような事情を踏まえると」，「このような算定方法をとることも裁判所に許された合理的な裁量の範囲にあるというべきである」としている。また，「評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として株式の客観的価値を定める場合，一般的には，当該近接した市場株価は概ね評価基準時点において想定される株価に近似しており，市場株価の指標や個別の株価の変動やその傾向があったとしても補正の必要性を認めるに至らない場合が多いと考えられるし，公開買付価格には相応の増加価値分配価格が含まれていると評価されるのが通常であることにも照らすと，一般的に補正を行うことにはならない。そうすると，株主において裁判所による補正を常に期待できるわけではな」いとも述べる。本件原々決定第３の２⑵及び⑸参照。

⑲　森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）355頁参照。なお，(i)に係る裁判例としては，「近接した時期において MBO を実施した各社の例などを参考にして，裁判所の裁量により，客観的価値に同種事案のプレミアム率と同一のプレミアム率（20％）を乗じた金額」を当該価値とした「事例と，第三者算定機関が作成した株式価値算定書における DCF 法による株式価値の算定結果から，市場株価に基づき算出した客観的価値を差し引き，その２分の１を取引実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき分であるとする事例などがある」とされる。同頁参照。

⑳　(ii)の場合については，近時，ア）「MBOの第一段階の公開買付け（公開買付価格を含む）がいわゆる独立当事者間のものと同視できる程度に手続の透明性，公正性が担保されたものであるとともに」，イ）「公開買付価格が増加価値分配」部分「を織り込んだ価格としても適正に評価されたと認められる場合には，公開買付価格をもって取得日における公正な価格と定めることが相当であると判断した裁判例がある。具体的には」，ア）「手続の透明性及び公正性を評価するうえで，買付者との協議・交渉，独立した特別委員会」「への諮問及びその判断の尊重，第三者専門機関からの算定書の取得，法務アドバイザーからの法的助言の取得，利害関係を有する役員の関与の排除，いわゆるマジョリテイ・オブ・マイノリテイ条件」「の設定，比較的長期間の買付期間の設定，強圧性のない適切な情報開示などを勘案するとともに」，イ）「価格の適正性を評価するうえで，直前の市場株価に対するプレミアム率，公開買付価格が算定書における DCF 法による算定結果のレンジの範囲内かなどの要素を勘案し，第一段階の公開買付けにおける公開買付価格を尊重する旨の判断を行っている」とされてい

る。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）355頁～356頁参照。

⑵ 森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）356頁参照。また，松中・前掲（注⑯）８頁～９頁も参照。この点については，前掲（注⑯）も参照。

⑵ 林天宇「MBO における全部取得条項付種類株式の株式取得価格」ジュリスト1408号（2010年）178頁～179頁，太田洋「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事法務1921号（2011年）33頁～34頁等参照。関連して，前掲（注⑯）参照。

⑶ 判例によれば，「企業価値の増加が生じない場合」に「公正な価格」とされる価格（「株式買取請求がされた日における」組織再編承認「決議がされることがなければその株式が有したであろう価格」（「ナカリセバ価格」））である。最決平成23・４・19民集65巻３号1311頁（楽天対 TBS 事件），最決平成23・４・26判例時報2120号126頁（インテリジェンス事件）参照。

⑷ 松中・前掲（注⑯）13頁は，「たとえば，一〇〇の価値があるはずなのに，情報の非対称により市場では九〇と評価されている株式を九五で取得する場合」に「利得が買収者に生じ」るとし，「この場合に市場価格（九〇）と公開買付価格（九五）を比較しても意味はない」と述べる。

⑸ 以上，松中・前掲（注⑯）６頁及び13頁参照。また，同・６頁は，客観的価値の算定について（裁判所が算定するとしても），「取引全体としては公正であっても，単純に公表日前の一定期間の株価の平均を」客観的「価値とする」（１⑵⒜参照）「と公開買付価格を上回ってしまう場合に，不明確な理由から平均をとる期間・手法を変える」，「あるいは恣意的に市場価格以外のものを根拠に算定する」「ことにつなが」り，「仮に個別の事件では妥当な結論が出るとしても，価格決定のルールを不透明にするだけである」とも指摘する。

⑹ その他にも，⑵とも関連として，飯田・前掲（注⑯）43頁は，客観的価値と増加価値分配部分とを合算して算定する（前掲（注⑬）に対応する本文参照）という「趣旨は，文字どおり」それらの「価値を計算して両者の和を求めるという意味ではないと解される」から，１⑵⒝において前述したような，客観的価値の算定に際しての補正は行うべきではない，と指摘する。その理由として，（前掲（注⑬）に対応する本文において引用した）「田原補足意見の定式化において参照されたと思われる MBO 報告書」（関連して前掲（注⑶）参照）では，「二つの価値の合算について，概念整理は可能だが，実際の案件において二つの価値を客観的に区別・算定することは困難であると指摘している」ことを挙げている。松中・前掲（注⑯）５頁～６頁も結論同旨。桑原聡子＝関口健一＝河島勇太「ジュピターテレコム事件最高裁決定の検討」商事法務2114号（2016年）25頁も参照。もっとも，後掲（注⑹）も参照。

また，同様に⑵⒝とも関連するものとして，桑原他・20頁～21頁は，客観的価値と増加価値分配部分とを区分して「公正な価格」を算定するという判断枠組み等「について，株式を対価とする企業再編において株式買取請求権が行使

された場合と，どのように整合的な解釈を行っていくのかは，必ずしも明らかとはいえない状況にあったように思われる」と述べる。

㉗　以上，田中②・前掲（注⑰）112頁～113頁参照。田中①・前掲（注⑭）234頁～235頁，飯田・前掲（注⑯）43頁～44頁，前田雅弘「判批（東宝不動産事件（前掲（注⑰））」ジュリスト1492号（2016年）112頁，藤田①・前掲（注②）49頁～50頁，松中・前掲（注⑯）７頁，藤田②・前掲（注③）13頁～14頁等も参照。また，桑原他・前掲（注㉖）21頁は，「仮に株式市況の変動による補正の余地を認める場合，買付者は，公開買付け開始時点では買収に必要な資金額を確定できず，資金調達などに支障をきたし得る」と述べる。

㉘　藤田①・前掲（注②）53頁～54頁は，「テクモ事件最高裁決定」（前掲（注⑭））「の基本的な考え方自体は，株式移転以外のケースにも妥当すると思われる」という。なお，本稿においては，会社法第５編が規定する，合併，会社分割，株式交換及び株式移転を総称して，「組織再編」という。

㉙　明示的には述べていないが，テクモ事件最高裁決定も，このことを前提としていると考えられる，と述べる。その理由を含む詳細については，藤田①・前掲（注②）53頁，藤田②・前掲（注③）17頁参照。

㉚　以上，藤田①・前掲（注②）50頁～53頁参照。また，藤田②・前掲（注③）15頁～17頁等も参照。関連して，田中①・前掲（注⑭）224頁～227頁も参照。

㉛　なお，「テクモ事件最高裁決定は明示」していないが，「株式移転比率が不公正な場合」に買取価格をどのように算定するかについては，藤田①・前掲（注②）52頁～53頁，藤田②・前掲（注③）15頁～17頁参照。関連して，田中①・前掲（注⑭）231頁～236頁も参照。

㉜　もっとも，「公刊事例は存しない」。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑪）353頁参照。

㉝　藤田①・前掲（注②）53頁は，「もしこれが公正ではな」いのであれば，「公正といえる」金額「をもって買取価格とすればよい」という。藤田②・前掲（注③）18頁も参照。

㉞　以上，藤田①・前掲（注②）53頁～54頁参照。また，藤田②・前掲（注③）17頁～19頁も参照。

㉟　藤田①・前掲（注②）54頁は，例外的なケースとして，「公開買付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」，「公開買付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」事例を挙げている。関連して，後掲（注㊽）及び対応する本文参照。

㊱　その理由に係る詳細については，後掲（注⑫）に対応する本文参照。

㊲　以上，藤田①・前掲（注②）51頁，54頁～55頁，藤田②・前掲（注③）13頁，19頁～20頁参照。

㊳　田中②・前掲（注⑰）113頁参照。

㊴　林・前掲（注㉒）179頁，飯田・前掲（注⑯）43頁等参照。

⑷⓪　なお，1⑶において前述した増加価値分配部分の算定（前掲（注⑲）参照）については，（「企業再編の条件等の形成過程が公正とは認められないという評価を前提に，財務の専門家や情報に対するアクセスに限界がある裁判所において，結論の妥当性を確保するべく苦肉の策で生み出したものであって，やむをえないものといえ」るが，）「そもそも裁判所が用いたプレミアム率の算定根拠が定かではないし」，「DCF法と市場株価法という，本来異なる算定手法を裁判所が強引が結びつけることにより，コーポレート・ファイナンス的には，いわば「木に竹を接ぐ」ような算定が行われているように思われ，いずれも，その判断手法の理論的な正当性について疑問はないわけではない」との指摘がある。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）355頁参照。弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔下〕」商事法務1968号（2012年）12頁等も参照。

⑷⓵　以上，藤田①・前掲（注⑵）49頁～50頁，55頁，藤田②・前掲（注⑶）13頁～14頁，20頁参照。

⑷⓶　松元暢子「キャッシュ・アウトにおける株式の取得価格⑴」別冊ジュリスト229号（会社法判例百選（第３版））（2016年）181頁，田中亘「ジュピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」金融商事判例1500号（2016年）（田中③）１頁，桑原他・前掲（注㉖）21頁参照。

⑷⓷　藤田②・前掲（注⑶）13頁～20頁参照。藤田①・前掲（注⑵）51頁～55頁，松中・前掲（注⑯）６頁～８頁，桑原他・前掲（注㉖）21頁も参照。なお，２⑴において前述した批判にも関連して，本決定が（「どう考えたか，本当のところは分か」らないが，）１⑴において前述した「取得日における公正な価格をもって，その取得価格を決定すべきもの」というような「一般論についてはまったく触れてい」ないのは，（田原裁判官補足意見に基づいた上での）当該一般論を「文字どおり適用する限り」本決定とは「矛盾」することが「原因となっているかもしれ」ない，という理解がなされている。藤田②・前掲（注⑶）８頁～10頁参照。藤田①・前掲（注⑵）50頁～51頁も参照。

⑷⓸　以上，藤田①・前掲（注⑵）50頁，松元・前掲（注⑷⓶）181頁，桑原他・前掲（注㉖）26頁，藤田②・前掲（注⑶）21頁～22頁参照。

なお，松中・前掲（注⑯）８頁は，当該理由付けについて，「JCOM 事件において株価の上昇を踏まえて公開買付価格が修正されたという事実関係を踏まえたものと考えられるが，一般化すると問題がある」とする。しかし，本決定は，あてはめ部分においてではなく，一般論的部分において当該理由付けについて述べていることに注意を要する。

⑷⓹　松中・前掲（注⑯）５頁参照。

⑷⓺　田中③・前掲（注⑷⓶）１頁，松中・前掲（注⑯）５頁以下，桑原他・前掲（注㉖）20頁～22頁参照。

なお，「本決定においては，本件取引が企業価値を増加させるか否かについ

ての明示的な判断は示されていない」（桑原他・前掲（注㉖）参照）が，この点については，前掲（注⑭）（田中①・217頁）参照。

㊼　桑原他・前掲（注㉖）23頁参照。

㊽　藤田①・前掲（注⑵）54頁も，藤田②・前掲（注⑶）20頁も，例外的なケース（前掲（注㉟）参照）において，キャッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点が「公開買付開始時点」から「全部取得決議時点」へと変更されることになる，とはっきりとは述べていない。もっとも，そもそも同頁の該当部分は，キャッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点がいずれであるか，ということについて論じている（前掲（注㉟）及び（注㊱）に対応する本文参照）。したがって，当該例外的なケースとは，キャッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点が変更されるべきである（必要がある）場合である，と考えているものとして理解できるように思われる。そして，以上と藤田①・前掲（注⑵）55頁（注㉘）とに鑑みて，藤田①は，本文のように理解するものと考えた上で以下の検討を進める。なお，関連して，藤田②・前掲（注⑶）61頁も参照。

㊾　なお，本決定は，特段の事情があるとは認めていない。３⑶参照。

㊿　以上，桑原他・前掲（注㉖）23頁参照。その他に，前掲（注㉟）（ただし前掲（注㊽）に注意を要する）も参照。

(51)　Ⅲ２(1)（形式論的な観点からの肯定的な評価に対する疑問）において後述する点を除く。

(52)　本文中において引用した部分について，Ⅱ４(1)において前述した学説においては，理由付けとしては問題がある，とされ，当該部分に基づく本決定の理解が試みられてはいない。他方で，本稿は，⑵も含む以下において，そのような理解を試みるものである。（ただし，理由付けとしては問題があることを否定するものではない（後掲（注(64)）参照）。）

なお，弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得価格」ジュリスト1498号（2016年）３頁は，当該部分に関連して，「本決定は，（……）買付価格は『取得日における』公正な価格であると見ることができるという立場をとっている」と述べる。

(53)　いうことができないと断言しているのではなく，いうことができない可能性があると述べているにすぎないことに留意されたい。

(54)　「手続の公正性が確保されなかった場合」には，（取得日までの補正を行うかどうかは別として，）客観的価値と増加価値分配部分との区分が行われた上で，取得価格が算定される，という枠組み（Ⅱ１(1)参照）については，やむを得ないとする見解が多いように思われる。松中・前掲（注⑯）５頁～６頁，桑原他・前掲（注㉖）23頁～24頁参照。

(55)　前掲（注(54)）に関連して，「客観的価値」について補正を行うというのであれば，「公開買付け時点」での見込みと「取得日時点」での見込みとに差異が生じたような場合には，「増加価値分配部分」についても何らかの形で修正が

なされた上で取得価格が算定される，ということになるのかもしれない。ただし，前掲（注⑲）参照。

⑯　本決定は引き続いて，「上記の場合において，裁判所が，上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず，公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは，（……）原則として，裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない」と述べているが，「上記の場合」というのが「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」を意味しているのだとすれば，そうではない場合には，そのような補正をすることも裁判所の合理的な裁量の範囲内であるとされる可能性もある（前掲（注⑬）参照），ということになろう。

⑰　桑原他・前掲（注㉖）23頁も，「この点，小池補足意見において，手続の公正性が確保されなかった場合について，裁判所が裁量権を行使するに当たり，『市場株価分析によらざるを得ないこともあろう』とされているのは，取得日までの市場全体の株価の動向によっては，本件の第一審決定および抗告審決定と同様に，回帰分析による補正を行って取得日における客観的価値の算定を行う可能性を示唆するもののようにも思われるところである」と述べる。もっとも，そのように言えるかどうかは，「市場株価分析」がどのような手法によるものであると補足意見が考えているか次第ということになろう。また，関連して，⑶も参照。なお，前掲（注⑱）も参照。

⑱　この点に関連して，学説においては，一般に公正と認められる手続のうち，「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により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」という点「が欠けている場合には，公開買付価格が公正である保証がなくなるので，裁判所は公正な公開買付価格を独自に算定する」とされている。藤田①・前掲（注⑵）55頁参照。また，桑原他・前掲（注㉖）23頁～24頁，藤田②・前掲（注⑶）61頁も参照。（なお，松中・前掲（注⑯）10頁は，「裁判所が独自に公正な価格を算定するが，一から価格を算定するのではなく，設定された公開買付価格自体の公正さを審査することまでは否定されないはずである」と述べる。）もっともその際には，（「公開買付と後続のキャッシュアウト手続を一体と扱うことはできるために」，）「公開買付後の株式市場動向等を勘案した『補正』はすべきでないことになろう」という指摘がある。藤田①・前掲（注⑵）55頁，藤田②・前掲（注⑶）61頁参照。同様に述べるものとして，田中①・前掲（注⑭）234頁～236頁参照。なお，藤田①・同頁は，以上の点は，「本決定の残された課題である」と述べる。

⑲　仮に本文中において述べたことが正しいとすれば，Ⅱ１⑵⒜において前述した「公開買付けの公表日前の一定期間の市場株価の平均値に基づいて客観的価値を算定した裁判例」との関係性も整理する必要性が生じるように思われる。加えて，田中①・前掲（注⑭）232頁，235頁についても再検討の余地があろう。

(60)　なお，桑原他・前掲（注(26)）22頁は，「本決定は，手続の公正性の有無をいつの時点で判断すべきかについて，明確な見解を述べていない」とする。

(61)　ただし，本件原決定（原々決定）においては，「その株主の一部から10月公開買付価格の引き上げを求める意見が寄せられていたことなどを踏まえ」と認定されている。Ⅱ３(1)参照。

(62)　もっとも，当該指摘は，「公開買付けの開始時点をもって手続の公正性の判断基準とすることが妥当である」と考える学説によるものである。桑原他・前掲（注(26)）22頁～23頁参照。また，松中・前掲（注(16)）８頁（前掲（注(44)）参照）も参照。

(63)　なお，「公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える」学説であっても，ここまでの点については一般に公正と認められる手続を経たと認めるために必要であると考えるものと思われる。後掲（注(118)）に対応する本文参照。

(64)　「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定され」るということになる。もっとも，そのような予想（測）が実務においてなされてきたのかについては疑問である。本件原決定第３の２(1)ア参照。また，「その後実際に生じた市場動向」が当該予測（想）と異なった場合には様々な問題が生じるように思われる。結果的には，Ⅱ４(1)において前述した学説が指摘するものだけでなく，それ以外の観点からしても，本決定の理由付けには問題がある，と言える。

　関連して，「効率的市場仮説の根拠であるランダムウォーク理論によれば，将来の株価は現在知ることのできない将来のニュースによってのみ動くのだから，株価はブラウン運動に従い不規則に変動し，将来の動きや方向性を予測できない。したがって，公開買付価格が，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の公開買付公表当時の予想を織り込んでいるとしても，それが数カ月も先の取得日の公正な価格を表しているということは無理があるように思える」という指摘もある。池谷誠「日米の事例にみる株式価値評価の主要論点」ビジネス法務2016年12月号（2016年）16頁参照。

(65)　後掲（注(67)）参照。なお，本決定が一般に公正と認められる手続を経たと認めたと考えているものとして，桑原他・前掲（注(26)）22頁，藤田②・前掲（注(3)）28頁がある。

(66)　したがって，以上を踏まえるのであれば，一般に公正と認められる手続（(1)において述べた意味での手続）を経たと認めるべきではなかったということになろう。

(67)　なお，以上をも踏まえて考えれば，当該場合において，そのような手続を「経た」と認められるためには，本来であれば，（(開始日と近接している）公開買付公表日までの相当の期間に実際の市場株価全体の大幅な上昇があったことから，公開買付価格中には，当該上昇が明らかに踏まえられて（対象会社の

株式価値に影響する限度において）当然反映されている，というだけではなく，）公開買付け開始日から取得日までの期間において（も引き続き当該）上昇（が継続）することを予測し，その予測を反映することを（原則として）明示的に公開買付価格に係る交渉の場において議論し，実際に公開買付価格中に（対象会社の株式価値に影響する限度において）（公開買付価格決定時点の判断としては）十分に反映されたということが必要になるのではないだろうか。

(68) なお，本決定は，本件において，特段の事情があるとは認められないことを明示しているが，一般に公正と認められる手続を「経た」かどうかについては明示していない。もっとも，最終的に公開買付価格と同額を取得価格として決定していることからすれば，原決定までにおいて認定されているような手続が用いられれば，(1)において述べた意味での手続と考えているかどうかはさておき）一般に公正と認められる手続を「経た」ものであるとして当然に考えられるということなのかもしれない。西岡他・後掲（注(149)）82頁参照。

(69) なお，弥永・前掲（注(52)）3頁は，「公開買付けの時点で全部取得条項付種類株式の取得日がいつになるかが全く明らかになっていなかった場合や，公開買付けに際して取得日として予定されていた日よりも実際の取得日が相当後になったような場合には，市場の価格変動が買付価格に織り込まれているとはいえないことになろう」と述べる。

(70) 当該数値としては，DCF 法であれば，売上高等が該当する。DCF 法については，マッキンゼー・アンド・カンパニー『企業価値評価（上）（第 5 版）』（ダイヤモンド社，2012年）等参照。

(71) もっとも，回帰分析において参照されることもある「対象会社が属する業界全体の動向」を踏まえ（た価格変動を予測す）ることは，「経済全体動向」を踏まえ（た価格変動を予測す）るよりは比較的容易な場合もあるかもしれない。

(72) 後掲（注(94)）に対応する本文参照。

(73) 田中①・前掲（注(14)）233頁～234頁参照。

(74) 詳細については，拙稿(二)・前掲（注(5)）108頁～111頁参照。

(75) 田中①・前掲（注(14)）233頁～234頁参照。ただし，同頁は，「裁判所」が「ナカリセバ価格」を「公正な価格」として算定する場合についての記述である。

(76) この場合には，将来フリーキャッシュフローを公開買付時点における現在価値を求めるために割り引く（公正さの判断時点を公開買付時点であると考える場合）のではなく，取得日時点における現在価値を求めるために割り引くことになる。なお，本件においては，原決定までにおいて認定された事実からすれば，そのような割り引きがなされたかどうかは明らかではない。

(77) もっとも，「先に引用した法廷意見は，直接には原決定が行った補正を否定するためのものである」。松中・前掲（注(16)）10頁参照。したがって，本決定がこの点に言及しなかったのはやむを得ないと言える。

(78) もっとも，前掲（注(64)）において述べたことは，この場合にもあてはまる。

(79) 「公正さの判断時点」を「公開買付開始時点」と考えているとした上で，特段の事情がある場合には，「取得日までの補正」が行われることになる，として本決定を理解することは難しいように思われる。なお，容易に特段の事情があると認めるのであれば，Ⅱ２(2)(a)において前述した政策論的な観点からの問題を引き起こす可能性があろう。

(80) 桑原他・前掲（注(26)）27頁は，「前述のとおり，本件で，10月公表から２月公表までの間に公開買付価格が引上げられた事実が特段の事情の有無の判断に影響している可能性もあり得る」と述べる。加えて，前掲（注(62)）に対応する本文において引用した桑原他・前掲（注(26)）23頁は，「一般に公正と認められる手続」「を裏づけるものとして評価された可能性も否定できないと思われる」要素としても，「公開買付価格の引き上げ」について言及している。

しかし，もし本決定がそのような手続を経たと判断するに際して，「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」との関係で（(2)参照）「公開買付価格の引き上げ」という要素にすでに着目したのであれば，当該要素を特段の事情があるとは認められないと判断するに際しての要素として再び考慮することはないであろう。他方で，もし本決定が，そのような手続を経たと判断するに際して「取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動」との関係では当該要素に着目しなかったのであれば，当該要素を特段の事情があるとは認められないと判断するに際しての要素としては考慮する可能性はあるかもしれない。

(81) キャッシュアウト対価の公正さの判断時を「公開買付時点」「取得日時点」のいずれに考えるとしても，本文中において述べたことは同様である。

(82) 前掲（注(50)）に対応する本文参照。

(83) ただし，「公開買付の終了とキャッシュアウトの間が不当に長期である」（前掲（注(35)）参照）といった事情を特段の事情に該当するものと考えるのであれば，「不当に長期」の解釈次第では，必ずしも本文中において述べたようには言えないかもしれない。

(84) 前掲（注(83)）にも関連して，本件原々決定においては，（不当であると言えるかどうかはともかくとして，）長期と言えるような事情があり，その間に（本件株式にも影響を与える可能性のある）市場全体の株価の動向を示す指標が大きく変動しているという事情を，補正による算定を行うことについての理由として挙げている。前掲（注(18)）参照。

(85) 前掲（注(50)）に対応する本文参照。

(86) 「本件公開買付けの対象となった普通株式数は180万1,954株であったところ，本件公開買付けには119万9,716株（新株予約権1,922個を含む。）の応募があ」った（Ⅱ３(1)参照）。他方で，全部取得決議において賛成した「少数」株主（A社，B社及び公開買付者以外の株主）の数は，反対した少数株主の数を大きく下回るものであった（公開買付けに応募されなかった株式数が約60万株であるのに対して，当該決議において反対した議決権数は約51万個）。以上，本件原々

決定第２の２参照。したがって，全部取得決議に際しては，「少数株主の多数」「によって」（全部取得に際しての取得対価（会社法171条１項）と同額である）「本件買付価格が受け入れられた」とは言えないであろう。

(87) 関連して，田中亘「CS（顧客満足，あるいは消費者余剰）と majority of minority ルール」金融・商事判例1406号（2013年）10頁～12頁参照。もっとも，拙稿（三・完）・前掲（注(5)）153頁～160頁も参照。

(88) 本件においては，10月価格ではなく，当該価格が引上げられた２月価格ということになる。Ⅱ３(1)参照。

(89) もっとも，公開買付けに応募した株主であっても，応募した後に生じた予期しない変動により自身が応募前まで保有していた株式の価値が（上方に）変動したとして，会社法429条に基づき対象会社取締役に対して損害賠償責任を追及することは（責任が認められるかどうかは別にして）ありうるかもしれない。したがって，あくまでも会社法172条に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てとの関係で本文のように述べているにすぎないことに留意されたい。

(90) 当該株主には，公開買付けに応募しなかった株主だけではなく，公開買付け終了後に（そのような株主から）新たに株式を（基準日までに）取得した株主も含まれる。

いずれの株主であるにせよ，当該株主の多数が「全部取得決議」に反対した場合に，もしそのことを特段の事情が「ある」と認められることを裏付けるものとして考えるのであれば，当該「決議日」までの間に一連の取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じた，ということになろう。したがって，その場合には，「取得日」までではなく，「決議日」までの補正が行われる（(a)①参照）ことになると思われる。他方で，特段の事情があると認められる場合には「取得日」までの補正が行われる（(a)②参照）と考えるときに着目されるべき株主というのは，全部取得決議に反対したにもかかわらず，取得価格決定の申立てをしなかった者ということになるであろうか。

なお，（本決定以前とは異なり）本決定以降は，一般に公正と認められる手続を経たことが容易に認められ（(2)参照），補足意見のように株主に着目することなく，しかも，特段の事情があると容易に認めない（(b)参照）限りは，（取得日までにせよ決議日までにせよ）補正が行われる可能性はそれほど高くないはずである。したがって，（後掲（注(95)）に対応する本文において後述する観点からの問題はさておき，）政策論的な観点からの問題（Ⅱ２(2)(a)参照）はそれほど懸念される必要はないかもしれない。他方で，特段の事情があると認められるかどうかを判断するに際して全部取得決議に反対した株主が多数であるかどうかに着目してしまうと，（公開買付価格以上の金額を取得価格とするような）補正が行われることを期待して，とりあえず公開買付けに応募せずに，全部取得決議に反対するという株主が多くなり，結果として，全部取得決議に

反対する株主の属性次第では（拙稿（三・完）・前掲（注⑸）153頁～160頁参照），公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主のうち公開買付けに応募した者に着目するよりも政策論的な観点からの問題が生じてしまう可能性が高いようにも思われる。詳細な検討は，別稿において行う予定である。

⑼ 本件においては，２月価格ではなく，10月価格ということになる。Ⅱ３⑴参照。前掲（注⑻）と対比されたい。

⑽ なお，この場合の変動は，「取得日まで生ずべき市場の一般的な価格変動」等では足りない。⑹参照。

⑾ ただし，公開買付価格決定に関与する各当事者（対象会社取締役会等）が「公開買付価格を決定した日」から，「公開買付期間中で各株主が応募した時点」までには何日間かあり得るはずである。２⑶参照。そうだとすれば，当該何日間中に，当該一連の「取引に予期しない変動が生じたと認めるに足りる事情」があったかどうかを，「公開買付けの対象となる普通株式を保有していた株主」のうち多数が当該公開買付けに応募したという事実があったかどうかに着目して判断することもできないわけではないかもしれない。そのような事実がなかったことに基づいて特段の事情があると認められた場合には，（公開買付価格決定時点に近接する公開買付公表日から）「全部取得決議日」や「取得日」までの補正ではなく，「公開買付期間中で各株主が応募した時点」（又は公開買付終了時点）（２⑶参照）までの補正が行われることになろう。

⑿ 大阪地決平成24・２・10判例時報2152号139頁（パナソニック電工事件），伊藤靖史＝伊藤雄司＝大杉謙一＝齊藤真紀＝田中亘＝松井秀征『事例で考える会社法（第２版）』（有斐閣，2015年）417頁〔田中〕（田中④）参照。また，いわゆる「ナカリセバ価格」に関するものであるが，東京高決平成22・10・19金融商事判例1354号14頁（インテリジェンス事件），田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室350号（2009年）68頁～71頁（伊藤他『事例で考える会社法（初版）』（有斐閣，2011年）400頁〔田中〕）（田中⑤）も参照。なお，田中⑤・69頁は，㋐の具体例として，「主力商品に不具合が生じるなどの事情」を，㋒の具体例として，「日本経済全体が不況に突入するなど」を挙げる。

⒀ この点については，⑵において後述する。なお，当該組織再編又は公開買付前置型のキャッシュアウトの「実現可能性が低いと市場が評価しているといった例外的な場合」にもこのようには言えないであろう。森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）349頁参照。

⒁ 森・濱田松本法律事務所・前掲（注⑾）349頁～350頁も同旨。田中①・前掲（注⑷）222頁も参照。

結果的には，対象会社の株主は，基準日まで株式を保有し続けることによって得ることができたかもしれない機会，例えば，「本件のように株式公開買付けの公表から株式の全部取得がされるまでの間にその株式の客観的価値が大きく上昇したと評価するのが相当である場合において，そのような全部取得の手

続が行われたことにより，利害関係参加人の株主は上記のとおり変化したと考えられる参加人株式の株価変動による利益を得る機会を失った」（東宝不動産事件（前掲（注(17)））ということになる。本件原々決定（前掲（注(17)））第３の２(5)も参照。

(97) なお，本決定は，一般に公正と認められる手続を経たことが認められる場合には，原則として，「公開買付価格」と同額を取得価格とするとしている（３(3)参照）。すなわち，（(2)において後述することをさておくとしても）公開買付価格とは必ずしも一致しないであろう（後掲（注(110)）において引用する文献参照）「基準日（取得日）時点の対象会社の市場価格」を参照してその同額を取得価格としているわけではない。つまりは，本決定自体も（取得日時点では対象会社株式は上場廃止とされており（Ⅱ３(1)参照），参照すべき市場価格が存在しないことが通常であろうことからすれば，やむを得ないとはいえ，）「基準日（株式買取請求がされた日）における当事会社株式の市場価格」を参照してその同額を公正な価格とする①のケースとは，この意味で不整合な点がないわけではない。

(98) (イ)の要因は，(エ)に係る企業価値の増減分を算定するに際して参照される限りにおいて間接的に反映されることになろう。

(99) 当該算定においては，「組織再編に係る株主総会決議又は公開買付開始の時点」において公正とされる条件又は対価に係る金額を基礎としつつも，何らかの手法により（具体的にどのような手法が用いられることになるかについては別途検討が必要である），当該決議日又は開始日から基準日までの(ア)，(ウ)及び(エ)の要因による対象会社の株式価値の変動等を反映させる，ということになろう。

(100) 結果としては，「条件又は対価の公正さの判断時点」を「基準日」とする場合における「公正な価格」と金額的にはそれほど変わりはなくなるかもしれない。

(101) 前掲（注(100)）に関連して，(ア)，(ウ)及び(エ)の要因による対象会社の株式価値の変動等を「公正な価格」に反映させる方法としては（「株式を対価とする」①のケースとは異なり，）「条件又は対価の公正さの判断時点」を「基準日」としてしまう，というものもあり得よう。この方法であっても，（当該「判断時点」が異なることになる等の理由で「完全な整合性」を確保することはできないが，）株式買取請求権に係る判例との形式的な整合性という観点からの「ある程度の整合性」を確保することができるといえるのであれば，「定式を読むと，キャッシュアウト価格の公正さを株式の取得日を基準に判断しなくてはならない」（Ⅱ２(2)(b)参照）という考え方も，「誤解」や「誤り」とまでは言えないように思われるのである。

(102) この場合であっても，「株式を対価とする」①のケースとの，すなわち，株式買取請求権に係る判例との形式的な整合性という観点から見て「完全な整合

性」を確保することができるわけではない。なぜならば，「条件又は対価」がその公正さの判断時点において「公正」であるとしても，「株式を対価とする」①のケースとは異なり，（市場価格を参照することなく）裁判所が独自に公正な価格を算定したり（ただし本文中の次段落を参照），㈠の要因による変動も間接的にしか（前掲（注98）参照）反映されない，という点で依然として差異があるからである。

(103)　なお，前掲（注96）に関連して，「現金を対価とする」②及び③のケースにおいて，「公正な価格」を裁判所が独自に算定することにより，㈠，㈢及び㈤の要因による対象会社の株式価値の実際の変動等を反映させなくとも，対象会社株主は，㈢の要因に関連しての市場全体又は業界全体の株価の「上方へ」の変動による利益については享受できないわけではないであろう。すなわち，対象会社株主が，経済全体（又は当該対象会社が属する業界全体）の動向等に基づく要因によって市場全体（又は業界に属する会社）の株価の「上方へ」の変動が引き起こされると予測する場合には，前述した見解に従えば，対価とされた金額と同額であることが通常であると考えられている（前掲（注95）及び対応する本文参照）市場株価にて自身が保有する株式を市場にて早期に売却し，同様に上方へ変動することが予測される別の会社の株式を購入することができるからである。とはいえ，この場合には，㈠，㈢及び㈤の要因による対象会社の株式価値の変動等に基づく「対象会社」の市場株価の実際の上方への変動による利益を享受することはできない。（もちろん，「公開買付者」（又はその支配会社（本件においてはＡ社及びＢ社））の株式を購入することができれば，当該利益を享受することはできる。もっとも，（本決定の射程が及ぶとされている（前掲（注3）参照）MBOにおいて多くの場合にそうであるように，）公開買付者（又はその支配会社）が非上場会社である場合には，そのようには言えない。）したがって，やはり前述したように「形式的な不整合」が依然として生じる可能性はあるとはいえる。（ただし，実質的に見れば取得日よりも以前の時期に「対象会社」への投資を強制的に終了させられることになることを本当に問題視すべきなのかという点を踏まえながら，そもそもキャッシュアウトを認めるべきかどうかといった観点も併せて考えるのならば，㈠，㈢及び㈤の要因による対象会社の株式価値の実際の変動等を反映させることを内容とする保護を対象会社株主に対して付与することが本当に必要があるのかについては，政策論的観点からでなくとも検討の余地がある。）

(104)　以上に関連して，松中・前掲（注16）８頁は，前掲（注96）において引用した「参加人株式の株価変動による利益を得る機会を失ったというべき」という部分について，当該「機会は問題となった取引が行われなかった状態を保障する場合にはじめて得られるものである。そのため，ナカリセバ価格を保障する場合」「であればともかく，取引が行われることを前提とした」場面「で保障されるものではない」等と述べる。しかし，公開買付前置型のキャッシュアウ

トにおいて「取引が行われ」たと評価する時点は，その文言からすれば，公開買付けに対して一定数の株主からの応募がなされ，その後，全部取得決議が成立し，取得日においてキャッシュアウトがなされるということが予測されるにすぎない時点である「公開買付開始時点」ではなく，実際に当該キャッシュアウトが完了する「取得日」である，と考えることも可能なはずである。そうだとすれば，当該取得日時点までの，(ア)，(ウ)及び(エ)の要因による「株価変動による利益を得る機会」を保障するために，当該変動を反映させるように「公正な価格」を裁判所が独自に算定するべきである（ただし本文中の次段落を参照）という考え方もありうるのではないだろうか。つまり，当該機会は，「取引が行われることを前提とした」場面「で保障されるものではない」から保障「されない」とか「されるべきではない」とかではなく，「政策論的な観点から」すれば「取引が行われ」たと評価する時点（ひいては「対価の公正さを判断する時点」）を「公開買付開始時点」とするべきであり，結果として当該機会は保障「されない」又は「されるべきではない」ということになる，にすぎないように思われるのである。

(105) 厳密には，(ア)や(ウ)の要因に関連する「取得日までに生ずべき対象会社の企業価値の変動」（1(3)参照）や(エ)に係る企業価値の増減分という要因についても，同様に「織り込んだ上で定められている」と考える必要がある。

(106) なお，仮に本決定が当該手続を「経なかった」場合には「取得日までの補正」を行うと考えているとして（1(1)参照），かつ，仮に本決定が本件において当該手続を「経た」ものと容易に認めたのだとして（1(2)参照），そのような本決定に従うとすると，実質的に見れば，「政策論的な観点」からの問題は生じないものの，以上において述べてきた意味での「形式的な整合性」は確保されない可能性もある。

(107) 買取請求を行わない株主も，（裁判所によって公正な価格の決定がなされる前に，消滅会社が公正な価格と認める額を支払う場合には特に（会社法786条5項））買取請求を行う株主も，（効力発生日（会社法786条6項）又はそれに近接した日に）対価とされた現金額と同額を受け取ることになることになるからである。後掲（注(109)）と対比されたい。

公開買付前置型のキャッシュアウトにおいては，公開買付けに応募する株主も，何らかの理由により公開買付けには応募しないにもかかわらず取得価格決定の申立てをしない株主も，（対象会社が公開買付時点において公表したとおり公開買付価格と同額を取得対価（会社法171条1項）とするとして，裁判所によって取得価格の決定がなされる前に，対象会社が公正な価格と認める額を支払う場合には特に（会社法172条5項））申立てをする株主も，（取得日（会社法173条1項）又はそれに近接した日に）公開買付価格とされた現金額（と同額）を受け取ることになるから，同様に言えよう。

(108) ただし，前掲（注(95)）（なお書）参照。

(109)　買取請求を行わない（かつ市場において売却しない）株主は，対価とされた現金額を受け取ることになる。他方で，（市場において売却する株主及び）買取請求を行う株主は（最終的には），対価とされた現金額とは一致しない金額を受け取ることになる可能性がある（ただし，当該請求を行うこと自体が，いわゆる基準日後株主等に係る議論との関係で不適法とされないという前提が成立している必要がある）。そして，買取請求を行おうとする者（及び市場において売却する株主）の数が多ければ多いほど，「基準日において消滅会社株式が有している価格」は，当該現金額には固定されなくなる可能性が高くなるように思われる。前掲（注(107)）と対比されたい。

公開買付前置型のキャッシュアウトにおいては，公開買付けに応募する株主も，何らかの理由により公開買付けには応募しないにもかかわらず取得価格決定の申立てをしない（かつ市場において売却するつもりもない）株主も，対価とされた現金額を受け取ることになる。他方で，（市場において売却する株主及び）申立てをする株主は（最終的には），対価とされた現金額とは一致しない金額を受け取る可能性がある（ただし申立てを行うこと自体が不適法とされないという前提が成立している必要がある）から，同様に言えよう。

(110)　もっとも，藤田①・前掲（注(2)）53頁においては，「おおむね」「固定される」とされている（Ⅱ２(2)(b)参照）。（田中①・前掲（注(14)）222頁も，「キャッシュアウト取引の場合，取引の公表後，基準日までの間の対象会社の株式の市場株価は，キャッシュアウト価格にほぼ固定され，市場全体の株価動向を反映しない傾向にあ」ると述べている。）「おおむね」（「ほぼ」）の程度がどのような水準であることが前提とされているかについては明らかではないが（関連して，前掲（注(95)）（なお書）も参照），仮に本文中において述べた状況が想定されていないとすれば，本文中の以下において述べる指摘が当てはまるように思われる。

(111)　関連して，飯田・前掲（注(16)）44頁は，「権利行使日の市場価格」「は裁判所が算定するであろう『公正な価格』の期待をも織り込んで内生的に形成された（つまり，基礎的価値と乖離した）市場価格であるおそれもある」と指摘する。

(112)　なお，Ⅱ２(2)(a)において前述した政策論的な観点からの見解は正確には，「株式を売却するという形」のみではなく，「取得日に公開買付価格と同額を受け取るという形」によっても，「リスクのない投機をすることが可能になる」というべきであるように思われる。関連して，桑原他・前掲（注(26)）21頁も参照。

(113)　関連して，松中・前掲（注(16)）７頁は，「取引条件の公正さを判断する時点は，その決定時であると考え」た上で，「JCOM 原決定のような補正を加えると，現実には得られないはずの利益を反対株主に保障することになってしまう」と指摘する。他方で，本文中において述べた関係性においては，反対株主は，JCOM原決定のような補正を加えることで一定の利益を現実に得られることとなる場合もありうることになる。

⑴⑷ 「公開買付時点」と述べている部分もある（藤田①・前掲（注⑵）54頁～55頁等，藤田②・前掲（注⑶）19頁～20頁，22頁等参照）が，キャッシュアウト対価の公正さの判断時点との関係では，それに包含されるであろう各時点のうちで「公開買付開始時点」と述べている部分（藤田①・54頁，藤田②・19頁，22頁参照）しかないことから，「公開買付時点」を「公開買付開始時点」と同義に理解しているのだと思われる。（なお，関連して前掲（注⑶⑸）参照。）

なお，田中①・前掲（注⑴④）224頁～228頁，235頁は，公開買付前置型のキャッシュアウト対価の公正さの判断時点を，「買収条件を実質的に決める公開買付けに関する意思決定の時点」と考えているように思われる。 その上で，同・235頁は，「MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値」（前掲（注⑿）に対応する本文参照）が当該時点「における合理的な期待を基準に決まる価値を意味すると解すべきであ」り，「上場株式の場合には，その価値は，MBO の公表日前の市場株価によって算定される」べきであると指摘する。当該指摘からすれば，同頁は，実質的には，「公開買付公表日以前のいずれかの日」をキャッシュアウト対価の公正さの判断時点を考えているのだと思われる。松中・前掲（注⑽）７頁，桑原他・前掲（注⑵⑹）22頁も参照。

⑴⑸ Ⅱ３⑴参照。なお，金融商品取引法施行令８条１項は，20営業日から60営業日の範囲内で公開買付けを行わなければならないと定めている。

⑴⑹ なお，「公開買付けの申込みに対して応募した株主（買付け等の申込みに対する承諾を行った株主または，売付けの申込みを行った株主）は，公開買付期間中であればいつでも契約を解除できる（27条の12第１項）。」近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第４版〕』（商事法務，2015年）382頁～383頁参照。 そうだとすれば，当該株主が解除しないことが確定する時点である「公開買付終了時点」である，と考えるべきかもしれない。

⑴⑺ 当該公開買付価格は，本件のような事案であれば，（当初のものではなく）最終的な公開買付価格を意味する。以下同じ。

⑴⑻ 藤田①・前掲（注⑵）54頁，藤田②・前掲（注⑶）19頁参照。

⑴⑼ 原則として，公開買付けを行う者が，買付価格の引き上げのように，買付条件等の変更を行うことは自由である，とされている。（金融商品取引法27条の６第２項）。近藤他・前掲（注⑴⑹）380頁～381頁参照。

⑵⑽ 前掲（注⑻⑺）において引用した文献を参照。

⑵⑴ もっとも，株主を関連させないことに係る妥当性についての検討は別途必要である。

⑵⑵ 本件のように各時点が近接していないとしても，当初の公開買付価格が引き上げられ，最終的な公開買付価格が決定された場合には，当該決定日と近接する公開買付開始時点との間について，本文中において述べたことと同様に言えよう。

⑵⑶ パナソニック電工事件（前掲（注⑼④）），大阪地決平成24・４・27判例時報

2172号122頁（三洋電機事件）。なお，以下の本文中において引用しているのは，三洋電機事件に係る決定要旨である。

(124)　藤田②・前掲（注(3)）45頁～46頁参照。

(125)　他方で，田中①・前掲（注(14)）224頁（注(39)）は，当該部分を文字通りに読む限りにおいては，「公開買付時点」と考えているように思われる。前掲（注(114)）も参照。なお，以下においては，（Ⅲ１(1)において検討した本決定についてのあり得る読み方等（キャッシュアウト対価の公正さの判断時点を取得日（基準日）とする考え方）を前提にするのではなく，）「政策論的な観点」からすれば妥当であると考えられる藤田①・前掲（注(2)），田中②・前掲（注(17)）等の見解に依拠して検討を進める。

(126)　いわゆる（構造的）強圧性に係るこれまでの議論を踏まえれば，当該対価は公開買付価格と「同額」であることが前提とされていると思われる。

(127)　前掲（注(85)）参照。

(128)　藤田①・前掲（注(2)）54頁，藤田②・前掲（注(3)）19頁～20頁，Ⅱ２(2)(b)参照。

(129)　後掲（注(132)）参照。

(130)　東京地決平成21・３・31判例タイムズ1296号118頁（日興コーディアルグループ事件）の事例のように，株式交換比率が変動するケースもありうる。

(131)　伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征『会社法（第３版）』（有斐閣，2015年）413頁〔田中〕参照（（構造的）強圧性と「公正な価格」との関係について本文中において引用したように述べている）。

(132)　この点が満たされていなければ（公開買付け後に当該決定の内容が明らかになったところで），公開買付時点において，対象会社株主は，公開買付価格と実質的には同額である株式が（実際に）交付されるかどうかについて少なくとも確信は持てないであろうから，そのような公開買付けは依然として（構造的な）強圧性を有している，ということになるのではないだろうか。田中亘編『数字でわかる会社法』（有斐閣，2013年）233頁～234頁〔飯田秀総〕，田中①・前掲（注(14)）224頁（注(39)）も参照。関連して，公表されたとおりに「実際に」は交付されなかった場合に，対象会社の株主は（本文中において引用した見解が述べるように（前掲（注(128)）に対応する本文参照））「差額の賠償を求めることができる」というような状況が強圧性回避のためには確保されている必要もある。

(133)　ただし，前掲（注(95)）（なお書）参照。

(134)　具体的には，公開買付時点から数ヶ月先の時点である「株式交換比率公表時点」における，（株式市場が評価するであろうところの，）対象会社の企業価値，買収会社の企業価値，企業価値の増減分（この点については，前掲（注(94)）に対応する本文，田中⑤・前掲（注(94)）66頁，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『企業法の理論〔上巻〕』（商事法務，

2007年）（藤田③）270頁～274頁及びテクモ事件（前掲（注(14)））に係る須藤正彦裁判官補足意見も参照）を「公開買付時点」において予測するということになろう。もっとも，そのような予測が実際に可能であるのかについては疑問である。関連して，前掲（注(64)）において引用した文献も参照。

(135) ただし，強圧性を有していないと評価するために，本文中の前文において述べた機会の確保までもが必要なのかについては検討の余地がある。後掲（注(136)（「もっとも」以下）参照。なお，仮に当該作業が行われ，公開買付けと株式交換とを一体に考えることができるのであれば，株式対価の公正さを判断する時点は，「公開買付時点」ということになる。そして，この場合には，買収会社（その後に完全親会社）の株式が株式交換に際しての対価であるケースであるため，裁判例（テクモ事件（前掲（注(14)））等に従えば，）「公正な価格」は「株式交換比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日（基準日）においてその株式が有していると認められる価格」であるとされ，当該基準日における対象会社（その後に完全子会社）株式の市場価格が参照される，ということになると思われる。（もしこの場合に公開買付価格と同額以上を一律に「公正な価格」としてしまうと，オプションの無償取得の問題が生じる。この点についての詳細は，白井正和「判批（三洋電機事件）」ジュリスト1455号（2014年）105頁～106頁を参照。）

(136) 伊藤他・前掲（注(130)）413頁〔田中〕は，前掲（注(130)）に対応する本文において引用した部分にて，三洋電機事件（前掲（注(123)））を引用している。関連して，当該事件において（前掲（注(134)））に対応する本文において述べた作業が行われたとは当然には言えない（むしろ本文中において述べたように「そのような予測がなされ（え）なかったり，仮に予測がなされ（え）たとしても当該予測を前提にした（，（構造的な）強圧性を回避するような）公表がなされなかったような場合」であると言える）ように思われる。

すなわち，確かに，当該事件において，株式交換比率は，対象会社（その後に完全子会社）「株式の株式価値を138円（本件買付価格と同一価格）」，買収会社（その後に完全親会社）「株式の株式価値を1201円」（両社株式の算定基準日（交換比率に係る事項を含む株式交換契約の締結についての公表日の数日前）「から遡ること１か月間の」買収会社「株式の市場株価の終値の平均値）と把握して決定されて」おり，対象会社の「株式価値138円が市場株価にプレミアムが付加された価格であるのに対し」，買収会社「の株式価値1201円が市場株価そのものであることからすると，本件交換比率は，少なくとも」対象会社「の少数株主にとっては不利なものではなかったとみることができる」（当該事件決定要旨）のかもしれない。

しかし，そのように「買収会社の株式価値」を算定基準日１ヶ月間の市場株価の平均値と把握して交換比率が決定されることは，「公開買付時点」においては公表されていなかった（公表されていたのは，「公開買付け後の株式交換

における交換比率決定に際しての」対象会社「株式の評価は，本件買付価格と同一の価格（138円）を基準にする予定」についてのみである）。そのような公表がなされていなければ，結果として交換比率が対象会社の少数株主にとって不利なものではなかったとしても，当該少数株主は「公開買付時点」において，「株式交換比率の公表の時点における完全親会社の株式の市場株価によれば，完全子会社株主に交付する完全親会社株式の価格が公開買付価格と同額になる」（前掲（注(130)）に対応する本文参照）ことについて少なくとも確信を持つことができない（前掲（注(132)）参照）ように思われる。

そうだとすれば，当該事件においては，公開買付けが（構造的な）強圧性を有しており，ひいては，公開買付けと株式交換とを一体に考えることはできないよう場合であった，と評価することができるようにも思われる。（つまりは，三洋電機事件において裁判所が，株式「対価の公正さの判断時点」を「株式交換承認決議時点」であるとした（と思われる）（前掲（注(129)）に対応する本文参照）のは妥当であると言えるかもしれない（後掲（注(138)）に対応する本文も参照）。）

もっとも，そうだとしても，公開買付けに応募しなかった株主が，株式交換承認決議に反対し，株式買取請求権を行使すれば，裁判所が「公開買付価格」と同額（以上）を「公正な価格」と認めてくれることが確実な状況であり，当該事件の当時，対象会社の少数株主が公開買付けに応募するかどうかを検討する段階において，いずれの少数株主もそのことを知っていたという状況にあったと言えるのであれば（以下「一定の状況」という），（そして，当該裁判に係る費用等の問題を考慮しないのであれば，）公開買付けが強圧性を有していた，と評価しなくてもよいかもしれない（ただし，一定の状況にあったと言えるかどうかについては疑問がある）。

以上に関連して，白井・前掲（注(135)）105頁～106頁は，三洋電機事件においては，「本件公開買付けに関しては強圧性の問題は基本的に取り除かれているものと考えられる。二段階目が株式交換である以上，本件公開買付けに応じなかった株主は本件交換比率の公表後において保有する株式の価格変動リスクを負うが，本件交換比率の公表までは」対象会社（その後に完全子会社）「の株価は通常は本件買付価格に近い価格で推移することが想定されるため，リスクを嫌う株主は，本件公開買付けが成立し本件株式交換の実施が現実のものとなった段階で，市場で」対象会社「株式を売却すればリスクを免れることができるからである」と述べる。しかし，（現実的にはそのように推移したとしても，）前述したことからすれば，「本件交換比率の公表まで」対象会社「の株価は通常は本件買付価格に近い価格で推移することが想定される」というためには，「一定の状況」にあったと言えるということを明示する必要があるのではないだろうか。

(137)　各当事会社は，その時点における対象会社の企業価値，買収会社の企業価値，

（予測される）企業価値の増減分を踏まえて，株式交換比率を決定する，ということになる（前掲（注(134)）において引用した文献参照）。

なお，三洋電機事件（前掲（注(123)））においては，当該交換比率を決定するに際して基礎とされた「対象会社の企業価値（株式価値）」が「公開買付価格」と同額であると把握されていたことからすれば（前掲（注(130)）参照），一見すると，「公開買付時点」において当該価値が評価されていたかのように思われる。（他方で，「買収会社の企業価値（株式価値）」は，両社株式の算定基準日（交換比率に係る事項を含む株式交換契約の締結についての公表日の数日前「から遡ること１か月間の」買収会社「株式の市場株価の終値の平均値）」と把握されていた（同注参照）。）もっとも，当該事件において裁判所は，当該公開買付価格と同額が対象会社「株式の客観的価値と乖離した価格であるとは考え難い」と述べており，当該客観的価値が「株式交換承認決議時点」の「対象会社の株式価値」を意味するものだとすれば，裁判所が株式「対価の公正さの判断時点」を「株式交換承認決議時点」であるとした（と思われる）（前掲（注(124)）に対応する本文参照）ことと矛盾が生じるわけではない。

(138) 前掲（注(136)）及び（注(137)）参照。

(139) ただし，公開買付けに「応募した」株主が，公開買付価格が（「公開買付時点」において）不公正であったとして，対象会社取締役に対して損害賠償請求を行うような場合（会社法429条について争われた東京高判平成25・４・17判例時報2190号96頁（レックス・ホールディングス損害賠償請求事件）参照）等には，そのような手続を経たかどうかを公開買付時点においても判断するということになるように思われる。

(140) 以下では，公開買付前置型のキャッシュアウトにおいて，当該対価の公正さの判断時点が「公開買付時点」であることを前提にする。（以下において引用する松中・前掲（注(16)）も同様であると考えられる。同・７頁参照。）また，以下では，客観的価値も増加価値分配部分も，当該前提に基づいて算定されることを念頭に置く。

(141) なお，松中・前掲（注(16)）６頁及び13頁は，「取引公表日前の一定期間の株価」を客観的価値として再算定を行った上で，当該「株価と公開買付価格とを比べたところで」，（「買収後に買収者に私的利益が生じる場合」があることからすれば）「必ずしも企業価値の増減自体が判明するわけではない」と述べる。そうであるにもかかわらず，仮にそのような比較がなされ，公開買付価格が当該株価を上回ったことから企業価値の増加が「生じた」とされる場合に，（判例に従えば，）ナカリセバ価格ではなくシナジー分配価格（前掲（注(14)）参照）が「公正な価格」であるとされ，企業価値の増加が「生じない」にもかかわらず，対象会社の株主がシナジー分配価格を受け取ることを通して私的利益の配分を受けることになるのであろう。シナジー分配価格の算定方法や私的利益の定義（種類）にもよるであろうが（松中・前掲（注(16)）13頁は，「少数株主か

らの搾取以外」に基づく私的利益を想定している），そのような配分を何らかの観点から問題視するのであれば，確かに，以上のような比較により，企業価値の増減を確認するべきではない，ということになろう。（とはいえ，私的利益の配分がなされるのならば，企業価値の増加が「生じない」買収が行われることを一定程度抑止することができると思われる。）

(142)　前掲（注(23)）参照。

(143)　松中・前掲（注(16)）６頁も参照。

(144)　前掲（注(14)）参照。ただし，藤田③・前掲（注(134)）285頁（注(38)）も参照。

(145)　加藤貴仁「MBO と親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか？」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け』（有斐閣，2016年）214頁参照。詳細については，拙稿(一)・前掲（注(5)）22頁，31頁，54頁～55頁，拙稿(二)・前掲（注(5)）72頁～76頁参照。

(146)　前掲（注(16)）参照。

(147)　松中・前掲（注(16)）は，このケースを前提にしている。前掲（注(24)）参照。

(148)　詳細については，拙稿(一)・前掲（注(5)）23頁～30頁，拙稿②・前掲（注(5)）３頁～４頁等参照。

(149)　田中③・前掲（注(42)）１頁は，「本最高裁決定における小池裕裁判官の補足意見は，『一般に公正と認められる手続が実質的に行われ』，『株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合には』裁判所は，そのような手続を通じて定められた価格を尊重すべきであると述べている」が，「『実質的に』という文言は，手続の審査が形式に流れることを戒める趣旨と見るべきであろう」と述べる。（そのことと関連して，西岡祐介＝清野訟一「JCOM 事件最高裁決定の問題点と資本市場への影響を考察する」金融財政事情2016年８月８日号（2016年）80頁～83頁は，本決定を批判する。）

もっとも，そのような「実質的な」審査は，そもそも付与された権限を実効的に行使したのかどうかについての審査に等しいと思われる。したがって，当該審査の前提として，まずは第三者委員会等が付与されるべき権限をより明確化することが必要であろう。詳細については，拙稿②・前掲（注(5)）10頁～15頁，38頁（注(32)）参照。

(150)　例えば，大阪地裁平成24・４・13金融商事判例1391号52頁（カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件），東京地決平成25・３・14金融商事判例1429号48頁（ホリプロ事件）参照。なお，「市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別な事情」の有無についての判断に際して，公開買付けの公表前に業績予想の下方修正が行われたかどうかについて着目する裁判例もある（Ⅱ１(2)(a)参照）。しかし，そのような下方修正が行われた等の事情がなかったとしても，客観的価値の算定において公表前１ヶ月の市場株価の平均値を参照するべきということには必ずしもならないはずである。詳細については，MBO 指針・前掲（注(3)）８頁（注(9)），拙稿（三・完）・前掲（注(5)）173

頁，207頁～209頁（注(532)）参照。

(151) 最終的に公開買付けの公表前１ヶ月の市場株価の平均値を参照した裁判例の中にも，（公開買付価格中に増加価値分配部分が含まれているかどうかを確認するに際してだけではなく（前掲（注(20)）参照），）「特別な事情」（前掲（注(130)）参照）の有無についての判断等に際して，第三者委員会等の手続に着目したものもないわけではない。東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁（サイバードホールディングス事件）。詳細については，拙稿「判批（サイバードホールディングス事件）」法学（東北大学）75巻２号（2011年）参照。

(152) このような裁判例において裁判所が，「増加価値分配部分」の算定に際して，本文中の以上において述べた権限の付与状況等に着目してきたのであれば，別途「客観的価値」の算定に際して着目しなくても，結果的には本文中において述べた抑止がなされることにはなる。

この点に関連して，例えば，ホリプロ事件（前掲（注(130)））において裁判所は，相手方（対象会社）から依頼を受けた株式価値算定機関が作成した算定書が「相手方の財務諸表等の財務及び営業情報，事業計画，株価及び株式の取引情報，過去及び現在の事業状況，財務予測の前提条件，本件 MBO の戦略上及び事業上の意義付けに関するインタビュー等に基づ」くものであった，と認定した（抗告審である東京高決平成25・10・８金融商事判例1429号56頁も参照）。また，「本件公開買付価格の妥当性に関して，独立委員会は」，当該株式価値算定機関が作成した「算定書における DCF 法による算定の基準となった相手方の事業計画について，相手方の執行役員から説明を受けて検討したが，特段不合理な点は認められないと判断した。また，独立委員会は」，当該算定機関「に対してヒアリングを実施し，同社から，上記算定書における算定方法，評価プロセス及び株式価値算定に関する考察過程等について詳細な説明を受けた上で，その妥当性及び合理性を検討したが，そのいずれについても特段不合理な点は見当たらないと判断した」とも認定した。

しかし，そもそも以上のような算定機関が算定書作成に際して基礎とした情報等がどの程度信頼できるものであるかについての徹底した精査がなされるべきであり，当該精査に当たって必要なのが本文中の以上において述べた権限（少なくとも対象会社に対する DD 権限）である（詳細については，拙稿②・前掲（注(5)）48頁（注(91)）参照），と考えられることからすれば，増加価値分配部分の算定に際しての権限の付与状況等についての裁判例による着目は，抑止にとって十分なものではない。

(153) なお，この点については，Ⅲ１(3)において述べたことについても留意すべきである。関連して，（これだけでは抑止にとって十分ではないが（前掲（注(150)）参照），）藤田②・前掲（注(3)）27頁は，（第三者委員会等の意見の前提となる）「市場株価が歪められていると裁判所が判断する場合」，「公開買付開始前に株価を下方に誘導するような行為があったという事情は」，「『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』か否かとの関係で考慮されるかもしれ」ない，と述べている。

(154)　企業価値の増加が「生じる」場合に公正な価格であるとされるシナジー分配価格（前掲（注(14)）参照）においては，当該増加分が含まれる必要があるのであるから，裁判所は，（それを経たと認められるのであれば公開買付価格と同額がシナジー分配価格とされるところの）「一般に公正と認められる手続」を経たかどうかの判断するに際して，当該増加分がどの程度生じるのか，そのうちのどの程度が対象会社の株主に配分されるべきであるのかについての検討を第三者委員会等が行ったのかどうか，そもそも当該検討を行うための情報をどのようにして取得したのか等について着目すべき，ということになるのではないだろうか。（なお，これまでの裁判例（本件原々決定及び原決定も同様）が，実際に用いられた手続について以上のような観点から精査してきた，とは言えない。）（もっとも，増加価値分配部分については，第三者委員会等ではなく，対象会社の（少数）株主による公開買付けに対する応募状況がどうであったかに着目した方がよいとも言えるかもしれない。拙稿（三・完）・前掲（注(5)）169頁参照。藤田③・前掲（注(139)）290頁～291頁も参照。）詳細については，拙稿②・前掲（注(5)）10頁～12頁，15頁～21頁参照。以上の意味で，（企業価値の増加が「生じる」，利益相反構造のある二段階買収等が行われることを阻害しないように留意する必要はあるが，）本文中において述べているように，「企業価値分配部分」の区分についても明確に認識することが重要である。関連して，前掲（注(134)）において引用した文献も参照。

(155)　前掲（注(22)）に対応する本文と対比されたい。