

<判例研究>

一般に公正と認められる手続による
公開買付け後に行われた
全部取得条項付種類株式の取得価格
— ジュピターテレコム事件 —
最高裁平成 28 年 7 月 1 日第一小法廷決定¹

笹川敏彦

I 事実の概要

(1) 本件は、Y社(ジュピターテレコム)(利害関係参加人・原告人＝相手方・原告人＝相手方)による全部取得条項付種類株式の取得に反対したY社の株主であるXら(申立人・原告人＝相手方・原告人＝相手

¹ 民集70巻6号1445頁、金判1497号8頁、資料版商事389号56頁。以下、これを本決定という。本決定に関する評釈・論考には、主として次のものがある。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——最決平成28・7・1と公開買付け後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事388号(2016年)48頁以下(藤田・資料版商事と引用)、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、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3178号(2016年)80頁以下、受川環大・新判例解説Watch商法No.93(2016年)1頁以下(受川・本決定と引用)、松元暢子・本件判批・会社法判例百選第3版(2016年)180頁以下、弥永真生・ジュリスト1498号(2016年)2頁以下、鳥山恭一・法セミ741号(2016年)113頁(鳥山・本決定と引用)、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2114号(2016年)4頁以下、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——二段階取引による非公開化に係る価格決定手続における公正な価格——」商事2114号(2016年)16頁以下、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」金判1500号(2016年)1頁(田中・本件判批と引用)、北村雅史・法教434号(2016年)163頁、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける

方)²が、会社法172条1項(平成26年法律第90号による改正前のもの)に基づき、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を申立てた事案である。

(2) Y社は、平成22年6月当時、その発行する普通株式(本件株式)をJASDAQ市場に上場していたが、A社(住友商事)およびB社(KDDI)が合計してY社の総株主の議決権の70%以上を直接または間接に有していた³。

価格決定請求と公正な対価」金融商品取引法研究会研究記録第58号(2016年)1頁以下(藤田・研究記録と引用)、難波孝一「裁判所からみた手続の公正性」ビジネス法務2016年12月31頁以下、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)(藤田・論究ジュリと引用)、中嶋克久=山田昌史「JCOM最高裁決定の示唆する『公正な手続』と実務」商事2126号(2017年)28頁以下、豊島真=石垣浩晶=矢野智彦「JCOM事件最高裁決定の考察—その問題点と射程範囲および価格の算定方法—」金融法務事情2060号(2017年)38頁以下、高原知明・調査官解説・ジュリスト1503号(2017年)87頁以下、船津浩司・本件判批・ジュリスト1505号(2017年)104頁以下、村田敏一・本件判批・私法判例リマックス55号(2017年)74頁以下等。

また本件の原々決定については、次の評釈がある。鳥山恭一・法セミ729号(2015年)127頁(鳥山・本件原々審と引用)、受川環大・金判1480号(2015年)8頁以下、中村信男・本件原々審判批『会社法重要判例』酒巻俊雄ほか編(成文堂、第2版、2016年)155頁等。

² Xらの構成は、X1ら(オウルら331,192株)、X2(アトス7,930株)、X3(1株)ならびにX4(56株)である。なお、X1らとX2は、海外投資ファンドである。また、Xらは、公開買付け公表(平成25年2月26日)後にY社の株式(の少なくとも一部)を取得しているようである(藤田・前掲注(1)資料版商事50頁注6、藤田・前掲注(1)研究記録14頁、58頁。原々審は、X1らおよびX2について、具体的な株式の取得日を認定していないが、本件基準日(平成25年5月2日)にはY社の株式を取得していたと認定している(なお、原々審における申立人の主張によれば、X1らのうち申立人USBについては同年4月26日に、申立人MS & CoおよびMSIPについては同年5月2日以前に、X2も同年5月2日以前に、Y社株式を取得したと述べている)。また、原々審は、X3については同年6月28日に、X4については同年4月25日に1株を、同6月12日に55株を、それぞれ取得したと認定している)。

³ 後述の本件公開買付けの前に、A社は本件株式の公開買付けを実施した。すなわち、平成22年2月15日、A社による本件株式の公開買付けの実施が公表された(以下「平成22年公開買付け」という)。当該公開買付けの買付期間は平成22年3月3日から同4月14日、公開買付価格は普通株式1株につき13万9500円、買付予

(3) 平成24年10月20日、両社がY社の株式を公開買付けにより買付け、同社を非公開化することを計画している旨の報道がなされた（以下「本件報道」という）。

(4) 平成24年10月24日、A社およびB社は、両社に加えC社（NJ株式会社。A社とB社の出資比率が50対50の合弁会社）が、Y社の株式等⁴について公開買付けを実施し（以下「本件公開買付け」という）、これによりすべての株式等を取得できなかった場合には、すべての株式等を取得するための手続を実施すること（以下、Y社のすべての株式等を取得するための一連の手続を「本件取引」という）、ならびに、公開買付け価格は1株当たり11万円（以下「10月公開買付け価格」という）とする予定である旨を公表した（以下「10月公表」という）。なお、本件取引においては、国内外の競争法に基づき手続等を行う必要があったことから、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⁵。

(5) 平成25年1月9日、A社およびB社は、Y社に対し、中国競争法に係る審査の状況を踏まえ、早ければ平成25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、前記10月公表の後に政権交代があり（平成24年12月26日）、アベノミクスの影響などから、市場

定数の下限は45万9147株、買付け予定数の上限は87万5834株であった。当該公開買付けには、上限を超える応募があったため、按分比例により、本件株式を買付け予定数の上限まで買付け、A社はY社の株式の40%を保有する結果となった。その後、平成22年6月10日、A社、B社およびY社による事業上の提携関係の構築に向けた、アライアンス関係の構築に関する覚書を締結している。

⁴ ここでの株式等には、株式に加え、新株予約権も含まれる。

⁵ 競争法の手続上、実際の公開買付けの開始よりも相当以前に公開買付けの実施予定を公表することが必要となる場合がある（桑原＝関口＝河島・前掲注（1）22頁）。たとえば、中国競争法の事前届出が必要となる場合、事前届出書を中国商務部に提出するにあたっては、原則として当該届出の対象となっている事業者結合に関し正式に締結された確定契約を添付する必要がある、事前届出は確定契約の締結後でないと実施できない。そして、上場会社の場合には、かかる確定契約を締結することによって、証券取引所の適時開示規制に基づく開示義務が発生することになる。このため、実務上、中国競争法の事前届出が必要となる場合には、公開買付けの実施予定が予め公表されることが多いとされる（桑原＝関口＝河島・前掲注（1）27頁）。

全体の株価が上昇しており⁶、また一部の株主からは、公開買付価格の引き上げを求める意見も寄せられていた。そのため、当事者間（Y社・A社・B社）の交渉により、公開買付価格を11万円から12万3000円へと引き上げることが決定された。

(6) 平成25年2月26日、A社およびB社は、公開買付期間を平成25年2月27日から4月10日、公開買付価格を1株につき12万3000円(以下「2月公開買付価格」という)とする公開買付け(以下「本件公開買付け」という)を行う旨を公表した(以下「2月公表」という)。また、Y社は本件公開買付けに賛同し、本件公開買付けに対する応募を推奨する旨の意見を表明した。

(7) 本件公開買付けに関する10月公表および2月公表に際して、Y社は、手続の公正性を確保するため、次のような手続を行った。

- ① 有識者⁷により構成される第三者委員会の設置および同委員会からの答申書の取得
- ② 財務アドバイザー(三菱UFJモルガン・スタンレー証券)からの株式価値算定書およびフェアネス・オピニオンの取得
- ③ 法務アドバイザー(森・濱田松本法律事務所)からの助言の取得
- ④ 利害関係を有しない取締役全員の承認⁸および監査役全員の異議なき旨の意見の取得

(8) 本件公開買付けは、A社およびB社以外の少数株主が保有していた本件株式180万1954株の約66.6%という多数の株主の賛同を得て成立した。この結果、本件公開買付け後における買付者ら(A社・B社・C社)の株券等所有割合は91.23%になった⁹。

⁶ 桑原=関口=河島・前掲注(1)17頁。

⁷ 決定文中には言及がないが、Y社側の代理人によれば、第三者委員会は、利害関係を有しない弁護士や企業価値の専門家から構成されたという(桑原=関口=河島・前掲注(1)18頁)。

⁸ A社およびB社と関係の深い取締役を排除し、両社と関係がないか、関係の薄い取締役3人の全員一致の決議にもとづく意思決定を行った。

⁹ B社の保有する株式数(213万3797株)がA社の保有する株式数(277万7912

(9) Y社は、基準日を平成25年5月2日（以下「本件基準日」という）と定めた上で、同年6月28日開催の臨時株主総会および種類株主総会において、全部取得条項付種類株式の取得等に係る決議を行い、同社は、同年8月2日（以下「本件取得日」という）をもって非公開化された。

これに対し、Xらは、会社法172条1項に基づき全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を申立てた。

(10) なお、本件報道日（平成24年10月20日）から本件取得日（平成25年8月2日）に至るまでの間に、JASDAQ指数は約74.9%、日経平均株価は約60.7%、東証株価指数は約58.6%、それぞれ上昇している。

また、本件株式の平成24年10月19日（本件報道日の前日）の終値は8万2700円であり、同年9月20日から同年10月19日までの終値の平均は7万9824円、同年7月20日から同年10月19日までの終値の平均は7万8961円、同年4月20日から同年10月19日までの終値の平均は8万1028円であった。

加えて、上場廃止日は平成25年7月30日であるが、公開買付け終了後の株価は12万2000円台で推移している。

II 決定の要旨

1 原々決定（東京地決平成27年3月4日民集70巻6号77頁）¹⁰

本件株式の取得価格は、1株につき13万0206円とするのが相当であ

株）と同じになるように、B社が64万4115株を、C社が残りの株式等を買付けた。

¹⁰ 原々審および原審では、本件申立てにつき、①Xらの株式の一部が本件基準日（平成25年5月2日）後または本件株主総会における全部取得に関する議案を公表した日（平成25年6月6日）以後に取得されたとして、これらの株式に係る本件申立ては不適法である、②本件株主総会（平成25年6月28日）以後に取得された株式に係る本件申立てが申立権の濫用にあたる、③X1らおよびX2による本件株式の取得は権利の濫用にあたる（イベントドリブン戦略またはM&Aアービトラージ戦略に基づくもの）旨をY社は主張しており、その適否も争点の1つであった。原々審は、Y社のいずれの主張も排斥して、本件申立てを適法とし、原審も、原々審の決定を引用して、本件申立てを適法としているところ、最高裁では、この点は問題となっていないので、本稿では割愛する。

るとした。

(1) 取得価格の算定方法

「……取得価格決定の制度が取得日においてその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみると、裁判所が公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加え、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格を考慮することが相当であり、これを本件についてみると、本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価格及び本件取引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部分（以下、これらを「客観的価値」、「増加価値分配価格」とそれぞれいう。）といえることができる。」

(2) 本件取得日における本件株式の客観的価値

「……市場株価のある株式の特定の時点における客観的価値を算定するに当たっては、異常な価格形成がされた場合等、当該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段の事情のない限り、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、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である。」

ところで、本件報道日（平成 24 年 10 月 20 日）から本件取得日（平成 25 年 8 月 2 日）までは 9 か月以上もの期間があり、前記のとおり、市場株価が上昇傾向を示していたことから、「本件においては、平成 24 年 10 月 19 日……から本件取得日までの市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことが可能であればこれを行い、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定することがより正義に適う」とする。

「本件においては、回帰分析を用いて本件取得日における本件株式の客観的価値の補正を行うことが適当である」として、その結果を踏まえ、「10 万 4165 円……をもって本件取得日における本件株式の客観的価値と認めるのが相当である。」

(3) 増加価値分配価格

増加価値分配価格については、「本件取引は……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月公開買付け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」とした上で、本件では、前記のとおり本件取得日における株式の客観的価値について補正を行う必要があることから、「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月公開買付け価格を、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」であるとして、増加価値分配価格は、前記(2)で認定した本件株式の客観的価値に対して25%と認めるのが相当であるとした。

(4) 結論

「以上によれば、本件株式の客観的価値を10万4165円、増加価値分配価格をこれに対する25%とするのが相当であり、本件株式の取得価格として13万0206円とするのが相当である。」

これに対して、XらおよびY社が抗告を申し立てた。

2 原決定（東京高決平成27年10月14日民集70巻6号142頁）

原審は、いずれの抗告をも棄却した。そして、原々審の判断を是認し、「当裁判所も、Xらが有していた……Y社の全部取得条項付普通株式の各取得価格は、いずれも1株つき13万0206円とするのが相当である」として、原々審の理由に付加・訂正を加えてこれを引用している。これに対し、XらおよびY社が許可抗告を申し立てた。

3 最高裁決定（最決平成28年7月1日民集70巻6号2頁）

破棄自判。原々決定取り消し。取得価格は、1株につき12万3000円とした。

「(1) 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することができる。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に考慮しておらず、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…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。

(2) 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。」

「以上と異なる原審の判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。Y社の論旨は理由があり、その余の論旨を判断するまでもなく、原決定は破棄を免れない。

そして、以上に説示したところによれば、本件株式の取得価格は、Y社の主張するとおり、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。したがって、原々決定を取り消し、Xらが有していた……Y社の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき12万3000円とすることとする。」

なお、本決定には、小池裕裁判官の補足意見がある。

「ところで、相互に特別の資本関係がない会社間の企業再編取引における株式買取請求に伴う株式の買取価格の決定の事案について、一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、株主総会における株主の合理的判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当であるとされる（最高裁平成……24年2月29日第二小法廷決定……参照）。

本件は、多数株主による完全子会社化に向けた公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得という二段階取引が行われた事案であり、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存し、会社から退出を余儀なくされる少数株主の保護が要請される取引が対象となっている。しかし、このように構造的な利益相反関係が存する場合についても、取引に関する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、一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数

株主との利害が適切に調整され、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、独立当事者間の取引の場合と同様に、原則としてこのような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきものと考えられる。……」

「原審は、本件の一連の取引は基本的に公正な手続を通じて行われたということができ、株式の取得日における客観的価値が市場株価から補正すべき事情がない場合であれば、本件買付価格は公正な価格といえるとしている。その上で、仮に本件公開買付けがなければ、本件株式は株価指標の推移に連動して一定程度の上昇があったと考えるのが合理的であると、取得価格の算定に当たり、本件買付価格を採用することなく、株価の回帰分析の方法等に基づく算定をした。しかし、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る特段の事情のない限り、その価格を尊重して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かった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。」

Ⅲ 検討

1 本決定の意義

本決定には、次の2つの意義がある¹¹。すなわち、第1に、非独立当事者間のキャッシュ・アウトの事案において、公開買付価格の公正さについてどの範囲で裁判所は介入すべきかという点につき、一般に公正と認められる手続により公開買付けがなされた場合には、原則として裁判所

¹¹ 松元・前掲注(1)181頁、藤田・前掲注(1)研究記録53頁。

は介入しない（公開買付価格をもって取得価格とする）旨の判断を最高裁が初めて示したこと¹²である。

第2に、本件では、公開買付け後、全部取得条項付種類株式の取得日までの間に市場全体の株価が上昇したことから、取得価格の補正の要否が問題となった。高裁レベルでは、この点について判断が分かれていたが、本決定は最高裁として初めての判断を示し、補正を否定したことに第2の意義がある。

以下、本稿においては、まず、非独立当事者間のキャッシュ・アウトにおける裁判所の介入について検討し(2)、次に、補正の可否について分析し(3)、その後、本決定の射程について検討することにした(4)。

2 非独立当事者間のキャッシュ・アウトにおける裁判所の介入

(1) 公正な価格の算定方法に関する判断枠組み

企業価値の増加が生じる場面における「公正な価格」の算定方法については¹³、当該M&A取引が独立当事者間で行われたか否かによって、学説では、次のような判断枠組みにおいて整理がなされてきた¹⁴。

¹² もっとも、未公開の最高裁決定の中には、一連の手続が公正であると認められる等として公開買付価格と同額とした取得価格を是認して抗告を棄却したものがある（最三小決平成23年5月31日（概要は判時2164号31頁）。高原・前掲注（1）89頁）。

¹³ 企業価値が減少する場合の公正な価格は、ナカリセバ価格となる。この場合の算定方法については、たとえば、松尾健一「組織再編における株式買取請求権」法教433号（2016年）10頁-11頁。

¹⁴ たとえば、田中亘「組織再編と対価の柔軟化」法学教室304号（2006年）79頁-80頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上）』（商事法務、2007年）288頁-290頁、野田博「企業買収・組織再編の法的手段——交付金合併導入を機縁とした議論の展開を中心に——」法律時報79巻5号（2007年）29頁-30頁、松尾健一「株式買取請求権」ジュリスト1346号（2007年）54頁-55頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（中）」商事1876号（2009年）5頁、森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』（有斐閣、2015年）347頁以下〔石綿学執筆〕、田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016年）629頁以下など。

まず、(a)M&A取引が独立当事者間で行われた場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重する旨の判断がなされている。具体的には、本決定の小池補足意見も引用する、テクモ事件最高裁決定(最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁)は、次のように述べている¹⁵。すなわち、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株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り株式移転の効果が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である」。このように、適切な情報開示の上で適法に総会の承認がなされる等の「一般に公正と認められる手続」が行われた場合には、当事者の定めた取引条件を尊重する旨の判断枠組みを提示している。

次に、(b)M&A取引が非独立当事者間で行われた場合(MBO、親会社による子会社の完全子会社化、親子会社の組織再編等の場合)には、公正な手続を経て行われたかどうかによって、さらに二分される。

まず、(ア)公正な手続を経て行われたとは認められない場合には、裁判所が自ら「公正な価格」を決定することになる。具体的には、レックス・ホールディングス事件(以下、レックス事件という)(東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁。最決平成21年5月29日金判1326号35頁が高裁決定を是認)は、MBOが公正な手続を経て行われたとは認められない場合において、裁判所が独自の方法(MBO公表前6カ月間の市場株価に20%のプレミアムを加算)で算定したシナジー分配価格をもって公正な価格としている。

これに対し、(イ)独立当事者間の取引に比肩できるような公正な手続を経たと認められる場合には、従来から学説では当事者間の交渉の結果を尊重するとされていた。もっとも、この点について判示する最高裁決

¹⁵ テクモ事件は、相互に特別な資本関係のない独立の上場会社同士が共同株式移転を行った事案である。

定がみられなかったところ、本決定は、前述のように、かかる判断枠組みを採用する公刊された初めての最高裁決定となる（なお、本決定の現れる約3ヶ月前に、すでに高裁レベルでは、東宝不動産事件高裁決定（東京高決平成28年3月28日金判1491号32頁）¹⁶が、このような判断枠組みを採用していた）。

（2）本決定と上記判断枠組みとの整合性

最高裁は、前述のように、テクモ事件において、独立当事者間で株式移転が行われた場合であって、一般に公正と認められる手続を経て行われたときは、原則として、当事者間で決定された株式移転比率を公正なものとするのが相当であると判示していた。本決定は、非独立当事者間によるキャッシュ・アウトの事案であっても、一般に公正と認められる手続を経て公開買付けが行われた場合には、当事者が決定した公開買付価格を尊重するとした。これは、上記の学説による整理と整合的である¹⁷。

（3）上記判断枠組み自体の合理性

上記判断枠組みは、裁判所が独自に公正な価格を算定する能力やリソースを有しているかについて疑問があり、裁判所は一定の場合には当事者が合意した条件を尊重すべきとも考えられること¹⁸、シナジーをど

¹⁶ その後、最一決平成29年2月9日は、東宝不動産事件高裁決定に対する許可抗告審において、株主側の各抗告を棄却している（公刊物未登載。高原・前掲注（1）91頁）。

¹⁷ 松元・前掲注（1）181頁、松中・前掲注（1）5頁。もっとも、テクモ事件と本件とでは、本文でみたように、「一般に公正と認められる手続」という同一の文言が用いられているものの、その意味する内容は、当然ながら異なるものと思われる。すなわち、テクモ事件は、本件とは異なり、前述のように、相互に特別な資本関係のない独立した会社間の共同株式移転の事案であり、また「株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど〔の〕一般に公正な手続」（〔 〕は筆者）と判示しているからである。

¹⁸ 太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下）」商事1908

のように分配するかは当事者の交渉によって左右されうることを考えれば¹⁹、合理的であると思われる。

(4) レックス事件決定との整合性

本件の原々審および原審が示した公正な価格に関する判断枠組みは、レックス事件の高裁決定²⁰および最高裁決定の田原陸夫裁判官の補足意見²¹を踏襲したものであると考えられる。

これに対して、本決定は、公正な手続により公開買付けが行われ、その後には、特段の事情がない限り、上記株式の取得価格を買付価格と同額であると判断した。

レックス事件と本事件が、同じく多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存在する事案であるにもかかわらず²²、まったく異なる判断枠組みを採用した理由は、レックス事件では、公正な手続によって行われたとは認められなかったからである²³。

号(2010年)48頁、白井正和・テクモ事件最高裁決定評釈・民商148巻4=5号(2013年)450頁。

¹⁹ 藤田・前掲注(14)288頁-290頁、白井・前掲注(18)448頁-449頁。

²⁰ レックス事件の高裁決定は次のように述べる。すなわち「……裁判所が、……当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、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をも考慮するのが相当である」。

²¹ レックス事件の最高裁決定の田原裁判官の補足意見は、次のように述べる。すなわち「……取得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBO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を、合算して算定すべきものと解することが相当である」。

²² もっとも、レックス事件はMBOの事案であり、本件は多数株主による完全子会社化の事案である(後述4(2)参照)。

²³ 具体的には、レックス事件においては、①公開買付け前に、取得価格が買付価格と同額になることが確約されていなかったこと、②第三者の評価書・意見書などが公開されなかったこと、③公開買付者のプレス・リリースやレックスの株主宛のお知らせには、「MBO報告書」において避けるべきであるとされる「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていたこと、④決算内容を下方に誘導することを

そのため、レックス事件においては、裁判所が公正な価格を独自に算定せざるを得ない事案であった(上記(b)(ア)の類型)。したがって、レックス事件の高裁決定および最高裁決定の田原補足意見はあくまでも公正な手続が行われなかったケースについての判断であり、公正な手続が行われた場合(上記(b)(イ)の類型)に公開買付価格を尊重するとする本決定の判断とは矛盾することなく、整合的に解することができると考えられる²⁴。

(5) 「一般に公正と認められる手続」とは？

(a) 2つの要件

本決定は、「一般に公正と認められる手続」について次のように判示する。すなわち「①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、②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、……」(①②および下線部は引用者挿入)と述べる。このように、本決定は、具体的に講じるべき措置として、①第三者委員会や専門家の意見を聴くこと、②不応募株主から公開買付価格と同額で株式を取得する旨が明示されていることの2点を挙げる。ここで挙げられた①と②の措置は、必要最小限の要件であり、ともに満たされる必要があるものと解される²⁵。①の要件は利益相反を排除する措

意図した会計処理として特別損益を計上したことは否定できないことなどが挙げられる(受川・前掲注(1)本決定3頁)。また、同事件においては、第三者委員会も設置されていなかった。

²⁴ 松中・前掲注(1)6頁。ただし、藤田・前掲注(1)研究記録11頁、31頁、47頁-48頁、藤田・前掲注(1)論究ジュリ95頁注43。

²⁵ 受川・前掲注(1)本決定4頁は、本文の①と②の要件に加え、③特段の事情のないことも要件とされ、これら3つの要件は必須の要件であるとされる。また、桑原=関口=河島・前掲注(1)22頁は、①と②の要件は、あくまでも例示であるとされる。

置であり、②の要件は公開買付けの強圧性の排除に必要な措置である²⁶。
なお、①の要件を欠くときは、公開買付価格が公正である保証がなくなり²⁷、②の要件を欠くときは公開買付けと後続のキャッシュ・アウト手続を一体視できなくなると指摘される²⁸。

(b) 裁判所はどの程度立ち入った審査を行うべきか？

「一般に公正と認められる手続」について、裁判所はどの程度立ち入った審査を行うべきか。これについては、裁判所は手続面を重視した審査を行うべきであるとの学説が有力である²⁹。かかる学説は、米国法の示唆を得たものであるとされる。米国では、非独立当事者間取引における特別委員会（第三者委員会）の有効性を判断するにあたって、詳細かつ実質的な検討を行っているといわれる。具体的には、特別委員会が、①取引に重大な利害関係を有しない独立取締役によって構成されているかどうか、②当該取引に関して十分に情報を得るための全ての合理的な手続を踏んでいるかどうか、③独立した財務および法務に関するアドバイザーと直接に連絡を取ることができるかどうか、④当該取引の審査・分析および交渉の過程において積極的な役割を果たしているかどうかという要素を総合的に考慮されることで、同委員会の有効性が判断されている。とりわけ④の要素のうち、特別委員会が具体的にに行った検討・交渉の実質面を重視し、問題となっている取引の審査・分析および交渉の過

²⁶ 松中・前掲注（1）10頁。

²⁷ この場合は、裁判所は公正な公開買付価格を独自に算定することになるが、公開買付けと後続のキャッシュ・アウト手続を一体として扱うことはできるから、公開買付け後の市場動向等を勘案した「補正」を行うべきではないとされる（藤田・前掲注（1）資料版商事55頁）。

²⁸ この場合には、裁判所は、価格決定手続において、キャッシュ・アウトの効力発生日における公正な対価を算定すべきであり、必要であれば公開買付け直前の株価を「補正」することになるとされる（藤田・前掲注（1）資料版商事55頁）。

²⁹ 田中・前掲注（1）本件判批1頁、田中亘「総括に代えて——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）228頁以下。

程で、第三者委員会が現実に果たした役割について詳細な検討を行っている³⁰。

本決定のいう、取引が「一般に公正と認められる手続」により行われたかどうかの審査が、単に第三者委員会を設置したかとか、株価算定機関の意見を得たかとかといった外形的事実のみの審査に留まるとすれば、米国法の実情とは大きく異なり、非独立当事者間取引の公正さが担保されないおそれがある³¹。

小池補足意見が「一般に公正と認められる措置が実質的に行われ、…」(傍点は引用者)と述べているが、これは、それらの措置が単に形式的ではなく、「実質的」に行われる必要があるものと解されるべきであろう³²。

(c) 小括

本件のXらは、前述のように、公開買付け公表後に株式（の少なくとも一部）を取得しているようであり、公開買付けとその後のキャッシュ・アウトを認識し、またはこれを容易に認識しえたにもかかわらずY社の株式を取得した株主（いわゆる公表日後株主）である。したがって、その保護の必要性は低いものと考えられる。とはいえ、キャッシュ・アウトは、そもそも株主の意思にかかわらずその地位を強制的に奪うものであり³³、少数株主（とりわけ公表日前から株式を保有している株主）の保護は慎重に考慮されなければならないものと思われる。

本決定の判示する、公正な手続が採られた場合には原則として買付価格を取得価格として裁判所の介入を回避する判断枠組みについても、さ

³⁰ 白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原伸作ほか編集代表『会社・金融・法（下）』（2013年）182頁-185頁、187頁（白井・評価基準と引用）。

³¹ 田中・前掲注（1）本件判批1頁。

³² 田中・前掲注（1）本件判批1頁、桑原=関口=河島・前掲注（1）22頁。

³³ 株式は金銭その他の財産と同じく財産の価値を有するが、それにとどまらず会社の株主たる地位であり、株主は金銭が交付されるとその地位を失ってしまうことになる（鳥山・前掲注（1）本件原々審127頁）。

らには、後述のように、公開買付け後に市場全体の価格が上昇した場合であっても補正をすべきではないという考え方についても、後述の機会主義の排除という観点から基本的に妥当であると考え。ただ、それはあくまで「公正な手続」が実質的に採られていることを前提とする。本決定は、利益相反回避措置として、第三者委員会への交渉権の付与やアドバイザーを誰が選んでいるのかについてまでは言及していない。また、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MOM) 条項³⁴ の設定 (後述 4 (2)) についても言及していない³⁵。

キャッシュ・アウトは、上述のように、株主の意思にかかわらずその地位を強制的に奪うものであり、今後は、より実効的な利益相反回避措

³⁴ MOM 条項とは、公開買付けの実施に際して、非利害関係株主が有する株式の過半数 (または場合によりそれ以上の数) に相当する株式数を買付予定数の下限 (金商 27 条の 13 第 4 項 1 号) とする旨の条件をいう。MOM 条項が採用される場合には、非利害関係株主が保有する株式の過半数 (または場合によりそれ以上の数) に相当する株式数の応募がなければ公開買付けは成立しないことになる (白井正和「現状を踏まえた利益相反回避措置に関する検討」田中亘 = 森・濱田松本法律事務所編著『日本の公開買付け ― 制度と実証』(有斐閣、2016 年) 164 頁 (白井・公開買付けと引用)、加藤貴仁「MBO と親会社による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著・前掲注 (34) 195 頁 (加藤・公開買付けと引用)。その他、MOM 条項については、森・濱田松本法律事務所編・前掲注 (14) [石綿学執筆] 761 頁 - 766 頁、長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務』(商事法務、第 3 版、2016 年) 332 頁、350 頁 - 356 頁等参照)。なお、米国法では、MOM は、①結果として少数株主の過半数の賛同があったということのみではならず、事前に少数株主に対して MOM 条項が伝えられ、少数株主の権利行使によっては案件が否決される可能性があることを当該株主が理解した上で意思表示がなされたこと、② MOM 条項が撤回不能であること、③当該少数株主に対して必要な情報が提供されていること、④少数株主の意思表示に際して強圧性がないことも、その条件とされていると指摘される (森・濱田松本法律事務所編・前掲注 (14) [石綿学執筆] 762 頁)。

³⁵ なお、本件では、原々審および原審において、MOM 条項の設定が手続の公正性を左右するものではないと判示されている (民集 70 卷 6 号 1573 頁。桑原 = 関口 = 河島・前掲注 (1) 27 頁)。もっとも、本件公開買付けは、前述のように、A 社および B 社以外の少数株主が保有する Y 社株式の約 66.6% の賛同を得て成立したものであり、かりに MOM 条項を設定していたとしても、本件買付けは成立していた事案であった。

置(たとえば、MOM条項の設定や、さらに、「組織再編対価等算定制度」³⁶のような対価の公正性を担保する制度の創設)が求められるべきものと思われる。

なお、公正な手続が確保されない場合には、やはり裁判所は独自に公正な価格を算定することになる(後述4(3))。

(6) 「2つの価値の合算」の妥当性

従来の下級審決定の多くは、公正な取引であっても、レックス事件最高裁決定の田原補足意見の提示する枠組みに従い、①MBOなどの取引を行わない場合の価値と②当該取引を行ったことで増加する価値のうち株主が享受してしかるべき部分とに分け、それぞれを算定した上で合算していた。取引が公正であるとした裁判例では、①を主に取引公表前一定期間(おもに1カ月)の市場価格の平均から算定し、②は公開買付価格と①との差額として、両者の合計(結果として公開買付価格と等しい価格)を取得価格とするのが一般的であった³⁷。

しかし、取引が公正な場合は、①を再算定する必要はなく、公開買付価格をそのまま取得価格とすればよい(したがって補正を行う必要はない)。換言すれば、①の再算定には、積極的な意味は見出せない(取得価格を①と②の合算により算定したことにするために、①をあえて再算定

³⁶ この制度は、受川教授が提唱されるものであり、これは、(従来の立法論の多くが主張する)裁判所の選任した第三者の検査までも求めるものではないが、当事会社から独立した専門的知識を有する算定人が、公正な組織再編対価・株式買取価格を算定すること、および当事会社が当該組織再編対価等にもとづいて最終的な対価等を決定することを会社法上強制するという制度である(詳しくは、受川環大『組織再編の法理と立法——利害関係者の保護と救済——』(中央経済社、2017年)170頁以下)。そして、かかる制度が適用された場合には、最決平成24年2月29日[テクモ事件]や本決定が重視する「公正と認められる手続」によって組織再編行為が行われたものと評価できるであろうとされる。裁判所としても、当該制度の下で決定された組織再編対価や株式買取価格は、これを尊重することが予定されるであろうとされる(受川・前掲注(36)174頁-175頁)。

³⁷ 松中・前掲注(1)5頁。詳しくは、松中・前掲注(1)12頁参照。

しているにすぎない)と説かれる³⁸。

3 公開買付け後に市場全体が上昇した場合の補正の要否

(1) 補正の要否とその理由づけ

(a) 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、取得価格として公開買付価格を尊重するという判断枠組みが採用されたとしても、公開買付け後、全部取得条項付種類株式の取得日までの間に市場全体の株価が上昇した場合において、取得価格の算定にあたりなお補正を行う必要があるか否かは、これとは別個の問題であると説かれる³⁹。補正の要否は、前述のように、高裁レベルで判断が分かれていたところ⁴⁰、本決定は、最高裁として初めての判断を示し、補正を行うことを否

³⁸ 詳しくは、松中・前掲注(1)6頁参照。もっとも、鳥山・後掲注(40)東宝不動産111頁は、公正な取引であっても、キャッシュ・アウトにおいて定められた買付価格が、(本文①の価格を算定しそれを控除して本文②の価格も確保されることを確認した上で)「公正な価格」にされると指摘されており(傍点は筆者)、2つの価値の合算に積極的な意味を見出されている(鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』(慶應義塾大学出版会、2012年)96頁参照)。

³⁹ 松元・前掲注(1)181頁。

⁴⁰ 本件の原審は、補正を行った原々審を支持し、東宝不動産事件の地裁決定(東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁)も補正を肯定した。しかしながら、東宝不動産事件の高裁決定(東京高決平成28年3月28日金判1491号32頁)は、補正を否定した。同事件の地裁決定の評釈として、鳥山恭一・法セミ735号(2016年)111頁(鳥山・東宝不動産と引用)、田中亘・ジュリスト1489号(2016年)110頁以下(田中・東宝不動産と引用)、前田雅弘・ジュリスト1492号(2016年)111頁以下、和久野藍・広島法学40巻1号(2016年)39頁以下参照。

なお、東宝不動産事件は東宝株式会社(親会社)による東宝不動産株式会社(子会社)の完全子会社化の事案である(東宝は東宝不動産の議決権の約59%を有している(和久野・前掲注(40)39頁))。同事件では、東宝不動産の株主のうち、親会社である東宝以外の株主が保有する株式の過半数が、公開買付けに応募していない(少数株主のうち約43.6%が公開買付けに応募した。したがって、かりにMOM条項の設定を行っていれば、公開買付けは成立していない事案であった。この点は本件と異なる(前掲注(35)参照))。また、東宝不動産の株式について時価純資産法により株価を算定すると、(DCF法による株価算定に基づく)公開買付価格を大きく上回る、といった事情がある。こうした事情は、かかる完全子会社化取引の公正

定した⁴¹。

(b) 本決定が補正を否定した理由づけとしては、①「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」こと、ならびに②「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出来る」こと⁴²が挙げられる。

さを直ちに否定するものではないが、公正な手続を経て行われたかについて、裁判所が慎重に審査を行う必要性を示唆する事情にはなりうるとの指摘がなされている（田中・前掲注（40）東宝不動産 113 頁）。

さらに、たとえば、不動産会社である東宝不動産の主要な資産（不動産）は時価評価がなされているはずであるが（企業会計基準委員会「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」〔平成 20 年 11 月 28 日〕）、不動産の時価は基本的にその収益性を反映して決まるものであるから、当該時価を基礎とする時価純資産法に基づく時価評価に比べ、DCF 法による時価評価が著しく下回っている場合には、後者の評価の基礎とされたキャッシュ・フロー予測の合理性に疑義を呈しうるとされる。したがって、同事件では、裁判所はこうした点を含め、手続の公正さについてより慎重に検討するべきではなかったかと指摘される（田中・前掲注（40）東宝不動産 113 頁）。

⁴¹ なお、本件原審・原々審の行った補正の手法については、疑問も提示されている。すなわち、原審・原々審が補正のために採用したマーケットモデルを前提とする回帰分析の決定係数（説明変数と被説明変数の相関関係の強弱を示す指標であり、回帰分析の信頼性の尺度となる）は 0.0265 と低い（すなわち、本件株式の値動きを市場株価指数の変動によって説明できる割合は、わずか 2.65% しかなく、残る 97.35% は、市場株価指数とは別の要因により変動することが示される）。仮に補正を行うとしても、かかるモデルを用いてよいかという問題があると指摘される（藤田・前掲注（1）資料版商事 49 頁、池谷誠「わが国訴訟における回帰分析の利用と課題——近時の事案を振り返って——」商事 2110 号（2016 年）32 頁、桑原＝関口＝河島・前掲注（1）28 頁）。

⁴² 藤田・前掲注（1）資料版商事 50 頁は、補正を否定する理由づけとして、本文の②のみを引用される。もっとも、この理由づけ②に依ったとしても、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のかが全く分からない場合や、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

(c) しかし、有力な学説によれば、このような理由づけは適切でない
と指摘される。すなわち、たとえ公開買付け開始時点における市場動向
についての将来予想を反映した買付価格が設定されたとしても、当該株
式の取得日における公正な価格を算定すべきであるとする以上、取得日
までに生じた市場全体の動向を踏まえて補正すべきではないのかとの疑
問は残りうるからである⁴³。

(d) したがって、次のような理由づけが必要であると（外在的な観点
から）批判がなされる。すなわち、補正が行われれば、株主が機会主義
的行動をとる可能性があるということである。具体的には、市場全体の
株価が上昇した場合に補正が行われることとすれば、公開買付けに応じ
なかった株主は、公開買付け後に株式の価値が買付価格以下に下がるリ
スクをまったく負担しないまま、株価が上昇する利益を享受できる立場
に置かれることになる。すなわち、市場全体の株価が上昇した場合には
価格決定の申立てを行い、これが下落したときは、キャッシュ・アウト
の対価を受領するという形での投機が可能となってしまう⁴⁴。このこと
は、本来企業価値を高める望ましいキャッシュ・アウトが不当に阻害さ

であろう（弥永・前掲注（1）3頁）。

⁴³ 藤田・前掲注（1）研究記録90頁。

⁴⁴ 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
2076号（2015年）44頁（飯田・市場価格の機能と引用）、田中・前掲注（40）東宝
不動産112頁-114頁、藤田・前掲注（1）資料版商事49頁-50頁。

さらに、松中・前掲注（1）7頁-8頁によれば、このような補正を行うと、現
実には得られないはずの利益（企業価値が毀損され、ナカリセバ価格が保障される
べき場合の利益）を反対株主に保障してしまうことになるとされる。そのことが本
文の機会主義的行動へのインセンティブを与えるとされる（松中・前掲注（1）7
頁）。

これに対し、鳥山・前掲注（40）東宝不動産111頁は、このような株主による投
機の危険は、公開買付け期間の初日から取得日までの期間（本件でも東宝不動産事件
でも、その期間は5カ月以上であった）を短縮することにより減少させるべきであ
るとされる。平成26年改正により導入された特別支配株主の株式等売渡請求の制
度（会179条以下）は、総会決議を不要にしてその期間を短縮することをまさにそ
の目的としているとされる（法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中
間試案の補足説明」商事1952号46頁以下参照）。

れる危険を生じさせうると指摘される⁴⁵。

(e) さらに、本件のXらは、前述のように公開買付け公表後に株式を取得しているとされる。このことは、機会主義的な動機に基づく株式取得である可能性が高い⁴⁶。このように、公表日後に大量に株式を取得し、取得価格決定を申立てた株主に対して、公開買付価格のみを保障したという結論は、望ましいものとする（株式買取請求権・取得価格決定権の「請求棄却的機能」⁴⁷とみることができる）⁴⁸。

なお、今後は、手続が公正であれば、価格決定申立てを行うメリットがほとんどなくなることから、二段階取引における価格決定の申立事実の減少が見込まれ⁴⁹、投機的な動機による申立てが基本的には封じられることになるとの見立てもなされている⁵⁰。

⁴⁵ 田中・前掲注(40) 東宝不動産 112頁-114頁、藤田・前掲注(1) 資料版商事 49頁-50頁。

⁴⁶ 藤田・前掲注(1) 資料版商事 50頁注6。なお、原々審および原審において、Y社は、この点につき、X1らおよびX2がイベントドリブン戦略またはM&Aアービトラージ戦略にもとづき取得しているから、権利濫用として却下されるべきことを主張したが、裁判所は、「株式市場においては、中長期の株式保有目的のみならず、短期的な利益取得を目的とした取引も否定されないものであるから、Y社の主張するところの上記戦略に基づく投資行動であることにより直ちに権利濫用と評価されるものともいい難い。そして、Xらがそのような戦略に基づいて本件申立てに係る株式を取得したことを認めるに足りる証拠はなく、他にXらが本件申立てに係る株式を取得した目的が取得価格決定の制度を濫用するようなものであったことを認める証拠もない」として、Y社のこの点に関する主張を斥けた（民集70巻6号1560頁-1561頁）。このような「買取請求アービトラージ」の問題については、飯田・前掲注(44) 市場価格の機能 44頁-45頁参照。

⁴⁷ 飯田・前掲注(44) 市場価格の機能 42頁。

⁴⁸ 拙稿「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」岸田雅雄先生古稀記念『現代商事法の諸問題』（成文堂、2016年）470頁-471頁参照。

⁴⁹ 黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017年）429頁は、今後は、MBOにおけるシナジーの分配の内容を実質的に審査する裁判例は出なくなると予想されると指摘する。

⁵⁰ 村田・前掲注(1) 76頁。

(2) 基準日＝取得日の妥当性？

(a) 判例によると、いわゆる基準日は、株式買取請求権と取得価格決定申立権とでは異なる。

すなわち、株式買取請求権の場合には、判例は、株式買取請求権の「行使日」を基準日としてきた(企業価値が増加しない場合につき、TBS対楽天事件最高裁決定(最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁)・インテリジェンス最高裁決定(最決平成23年4月26日判時2120号126頁)。企業価値が増加し取引が公正な場合につき、テクモ最高裁決定(前述最決平成24年2月29日))。

これに対し、全部取得条項付種類株式については、判例は、基準日を「取得日」と理解しているものと考えられる(レックス事件の最高裁決定は、基準日を取得日とした高裁決定⁵¹を是認している)。本決定も、「……上記買付け等の価格は、……上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価値の変動についても織り込んだ上で定められている」(下線部は引用者)と判示しており、基準日という用語は用いていないが、取得日を前提とするものと考えられる⁵²。

(b) このように、株式買取請求権と取得価格決定申立権で、基準日が異なることに矛盾はないであろうか。学説は、この問題について、次のように説明している。すなわち、株式買取請求権の行使は売買契約類似の法律効果が生じると同時に、会社からの退出の意思表示がなされたといえるのに対して、取得価格決定の申立てはその時点で売買契約類似の法律効果が生じる訳ではないという違いがある。したがって、全部取得条項付種類株式の取得の場合には、株主が退出することは株主総会の決議が成立した時点で決まっており、その効力は取得日に生じ、取得価格決定の申立てはあくまで価格の決定の申し立てに過ぎず、退出の意思表示ではない⁵³。そのため、取得価格決定の申立ては、取得日における公

⁵¹ 前掲注(20)参照。

⁵² 同旨、松中・前掲注(1)6頁。

⁵³ 鳥山恭一「判批」金判1391号(2012年)5頁。

正な価格を算定することが制度上予定されており、申立ての日から取得日までの株価変動のリスクは反対株主に負わせてよいと説明できる⁵⁴。そのように考えれば、判例の立場に矛盾はないと評価することは可能である⁵⁵とされる。

(c) もっとも、有力な学説によれば、企業価値が増加する場合において⁵⁶、《条件の公正さを判断する時点》は、基準日ではなく、その「取引の決定時」であるべきであるとの指摘がなされている⁵⁷。具体的には、(対価が現金の)組織再編の場合には、「株主総会決議日」が「取引の決定時」として考えられる⁵⁸。他方、本件のような公開買付前置型のキャッシュ・アウトの場合には、「株主総会決議日」ではなく、「公開買付け開

⁵⁴ 弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定(上)」商事1921号(2011年)10頁。

⁵⁵ 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定の申立て——株式の評価」法学教室384号(2012年)36頁。また、田中・前掲注(14)会社法629頁は、全部取得条項付種類株式の基準日が取得日であるとされることは、全部取得の株主総会決議によって、取得日に株式が取得されることが確定しており、取得価格決定の申立てによって新たに売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じるわけではないという点が、株式買取請求の場合と解釈を異にする理由であろうかとされる。もっとも、基準日をいつにするかという問題は、本来は、少数株主の投機的行動の防止をも考慮して決すべきであると指摘される。なお、レックス事件当時は、株式買取請求権についても、その基準日を行使日ではなく、組織再編等の効力発生日とする裁判例が多数であり、レックス事件の高裁決定もそれに合わせただけであったという可能性もある。もしそうであるとすれば、その後、株式買取請求権に関する基準日の考え方が最高裁決定によって確立された時点で、全部取得条項付種類株式の基準日についても見直す必要があったのかもしれないとの指摘もなされている(藤田・前掲注(1)資料版商事51頁注16)。

⁵⁶ 企業価値が増加しない場合は、ナカリセバ価格をもって公正な価格と考えることになり、組織再編等が行われることがないまま、買取請求株主が従前どおり株式を保有しつづける状況を前提とする。その場合(とりわけ対象株式に市場性がありその価格が日々変動する場合)には、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り、その時点(すなわち基準日)が重要な意味を有する(藤田・前掲注(1)資料版商事52頁)。

⁵⁷ 松中・前掲注(1)7頁。

⁵⁸ 藤田・前掲注(1)資料版商事53頁。

始時点」が「取引の決定時」であると解される⁵⁹。なぜなら、公開買付前置型のキャッシュ・アウトの場合には、公開買付けの時点でキャッシュ・アウトの対価まで拘束力のある形で公表されるから、全部取得条項付種類株式の取得等の決議時ではなく、公開買付け開始時点を取引の決定時として考えてよいからである。

(d) さらに、キャッシュ・アウトにおいて、取得日という基準日は、ほとんど意味がないという指摘がなされている。なぜなら、たとえ公開買付け開始後に市場全体が高騰したとしても、対象会社の株式は公開買付価格で買付けられるか、これと同額の取得価格で取得されることが予定されているため、その株価は公開買付価格に収斂し、市場全体の動きに従って変動するわけではないからである⁶⁰。

(3) 「当該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」という一般論のミスリーディング

レックス事件の高裁決定の判示である「当該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」という一般論は、広く受け入れられてきた。しかし、この一般論は正しく理解されてこなかったと指摘される⁶¹。すなわち、このことは、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ければならないかのような誤解を生じさせかねない。実際、少なくない下級審裁判例は(本件原決定・

⁵⁹ 藤田・前掲注(1)資料版商事54頁、松中・前掲注(1)7頁、松元・前掲注(1)181頁。

⁶⁰ 藤田・前掲注(1)資料版商事53頁、松元・前掲注(1)181頁。

⁶¹ 藤田・前掲注(1)資料版商事50頁-51頁、54頁。なお、「当該取得日における公正な価格」という一般論は、これまでの下級審裁判例において、さして意味をもつてこなかったと指摘される。レックス事件の高裁決定も、その一般論にかかわらず、事実上もっぱら公開買付価格が公正であったかを問題としているように思われ、その後の多くの下級審裁判例においても同様であるとされる。公開買付け時点以後の市場の変動による「補正」を考えるようになって、「当該取得日における公正な価格」という一般論が、初めて積極的な意味を持つてくるようになったとされる(藤田・前掲注(1)資料版商事51頁)。

原々決定も含め)、そういう発想に縛られ、公開買付け後の市場動向を考慮した補正を行い、取得価格を決定していたと考えられる。

公開買付価格が公開買付け開始時点の判断として公正な価格であったならば、公開買付価格をもって取得価格とすべきであり、公開買付け開始以後の市場の動向等を考慮した補正を行うべきではないものと考えられる⁶²。

(4) 最高裁が「機会主義の抑止」という理由づけを用いなかったのはなぜか？

ところで、最高裁が、補正を否定するにあたり、機会主義の抑止という理由づけを用いなかったのはなぜであろうか。これは、機会主義の抑止という理由づけを用いると、上述のような取得価格決定申立権の基準日に関する妥当性の問題が顕在化するおそれがあったからかもしれない。すなわち、かかる理由づけを用いると、基準日のほかに《条件の公正さを判断する時点》という別の概念を用いる⁶³か、あるいは基準日自体を公開買付け開始時点に変更する必要性が生じる可能性⁶⁴があるからであると思われる。

加えて、取得日には市場価格が買付価格に収斂するはずであるから、「買付価格が取得日までの市場の一般的な価格変動も織り込んでいる」という理由づけだけでも、すでに補正を否定する根拠として十分であり、かつ従来の基準日の理解とも整合的であると最高裁は考えているのではなかろうか^{65 66}。

⁶² 飯田・前掲注(44)市場価格の機能44頁、藤田・前掲注(1)資料版商事54頁、松元・前掲注(1)181頁、北村・前掲注(1)163頁。

⁶³ 藤田・前掲注(1)資料版商事54頁。

⁶⁴ 藤田・前掲注(1)研究記録47頁-48頁。前田・前掲注(40)112頁は、不当な投機のおそれを考慮すると、基準日を「取得日」と解することについて、なお検討を要するとされる。

⁶⁵ また、学説によれば、本件の買付価格には「市場の一般的な価格変動」という要素がすでに織り込まれているから、さらにこれに補正を加えることは、同一要素を二重に考慮するといった誤った評価方法になると指摘される。したがって、本決定

(5) 本決定における最決平成 27 年 3 月 26 日の引用の意味

(a) 本決定は、「……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……27年3月26日第一小法廷決定……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」として、最決平成 27 年 3 月 26 日を引用している。

(b) 最決平成 27 年 3 月 26 日 [セイコーフレッシュフーズ事件] は、非上場会社において吸収合併に反対する吸収合併消滅株式会社の株主が株式買取請求を行った事案である。

同決定は、次のように述べる。

「……非上場会社の株式の算定については、様々な評価手法が存在するが、どのような場合にどの評価手法を用いるかについては、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解すべきである。しかしながら、一定の評価手法を合理的であるとして、当該評価手法により株式の価格の算定を行うこととした場合において、その

は、(評価手法の内容や性格等から考慮するのが相当でない要素を考慮してはならないことを示した)平成 27 年 3 月 26 日の最高裁決定(後述(5)のセイコーフレッシュフーズ事件)を引用し、これに照らして原審の判断は裁判所の裁量を超えるものと評価したと解される(船津・前掲注(1)105頁)。したがって、このような読み方からも、機会主義の抑止という理由づけを最高裁が採用する必要はないことになる。

さらに、このような読み方によれば、買付価格の決定の段階で織り込まれていなかった(「市場の一般的な価格変動」以外の)要素を用いて補正することは、(たとえそれが株主の機会主義的行動を誘発するものであったとしても)本決定によって否定されるものではないと考えることになる。このような理解からは、本決定が示す補正が許される「特段の事情」(後述 4(5))も、補正の可否を株主の機会主義的行動の抑止の観点から判断する場合よりも広い内容となる可能性がある指摘される(船津・前掲注(1)105頁)。

⁶⁶ あるいは、基準日を「取得日」とする時点で、最高裁は、そもそもある程度の機会主義はやむをえないものと考えているのかもしれない。

評価手法の内容、性格等からして、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ことは許されないというべきである。

非流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価するものであるところ、収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定するものであって、同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。……収益還元法によって算定された株式の価格について、同評価手法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較により更に減価を行うことは、相当ではないというべきである」(下線部は引用者)。

(c) 本決定のいう「当然考慮すべき事項」であるにもかかわらず十分に考慮していない事項とは、一般に公正と認められる手続がとられた場合には、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まれているなど多数株主と少数株主の利害が適切に調整された結果が反映されていることを意味するものと思われる。また、「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」とは、公開買付け公表後の市場動向を考慮した補正を行って改めて取得価格を算定したことを指すものと解される。

4 本決定の射程

本決定の射程としては、次の5点を検討する。

(1) 特別支配株主の株式等売渡請求や株式併合が利用された場合にも及ぶか？

本決定は、2段階目のキャッシュ・アウトとして、全部取得条項付種類株式が利用されたケースである。本決定の射程は、キャッシュ・アウトの手段として、特別支配株主による株式等売渡請求を利用した場合(会179条以下)(公開買付けによって株式の9割以上を取得した場合)⁶⁷や

⁶⁷ 本決定と同様の判断枠組みは、その後、株式等売渡請求の事案において採用されている(マーレジャパン事件(静岡地方裁判所沼津支部平成28年10月7日決定、LEX/DB25544091))。この事案は、利害関係参加人が対象会社の特別支配株主とし

株式併合を利用した場合(会 180 条以下)(9 割以上を取得できなかった場合)についても及ぶものと解される⁶⁸。

(2) MBO 事案等にも及ぶか？

本件は、多数株主による完全子会社化の事案であると考えられるが⁶⁹、本決定の射程は、MBO の事案にも及ぶであろう⁷⁰。

なお、親会社による子会社の非公開化の事案(本件は前述のように多数株主による完全子会社化の事案であり、これに該当するであろう)の方向が MBO の事案よりも対象会社の株主の利益を害する可能性が高いこ

て、対象会社の株主(利害関係参加人および対象会社を除く)の全員に対し、株式売渡請求(会 179 条 1 項)を行ったところ、売渡株主である申出人らがその所有していた対象会社の普通株式について売買価格の決定の申立て(会 179 条の 8 第 1 項)を行ったものである。同地裁決定は、本決定を引用し、これと同じ判断枠組みを用いて、売買価格は公開買付価格と同額である旨を判示している。マーレジャパン事件の地裁決定の評釈として、北村雅史・法教 438 号(2017 年)137 頁、山本真知子・新判例解説 Watch 商法 No. 97(2017 年)。さらに、同地裁決定は抗告されたが、抗告審は、同地裁決定が相当であるとしてこれを棄却している(東京高決平成 29 年 1 月 30 日 LEX/DB25544950)。

⁶⁸ 同旨、藤田・前掲注(1)資料版商事 49 頁、塚本・前掲注(1)1 頁、松中・前掲注(1)5 頁、桑原=関口=河島・前掲注(1)25 頁。受川・前掲注(1)本決定 4 頁は、金銭を対価とする組織再編行為にも及ぶとされる。

⁶⁹ 小池補足意見参照(民集 70 巻 6 号 1453 頁)。同旨、受川・前掲注(1)本決定 3 頁。本件は Y 社の株式の 70%以上を直接・間接に保有する、A 社・B 社・C 社による共同公開買付けが前置された事案である。

法廷意見のいう「株式会社の株式の相当数を保有する株主」とは、事案や法廷意見の構造に鑑みると、株主総会の特別決議を要する議案を単独で可決可能な議決権を有する株主またはこれに準じる株主(例えば、本件における A 社および B 社のように、議決権行使に関する株主間契約を締結した少数の株主とともに特別決議が可決可能な議決権を有する者)が念頭に置かれていると指摘される(高原・前掲注(1)90 頁)。

⁷⁰ 松中・前掲注(1)5 頁は、本件は MBO の事案であるとし、本決定の理由づけで、「多数株主が」行う二段階買収と述べており、その射程は、構造的な利益相反がある二段階買収全般にあてはまるとされる。また、松尾・前掲注(13)12 頁も本件を MBO の事案とされる。

とから⁷¹、求められる利益相反回避措置の内容が異なる場合がありうるとの指摘もある。わが国では、たとえばMOM条項は、MBO事案では採用が一般的になっているにもかかわらず、完全子会社化の事案ではほとんど利用されていない現状にあるとされる⁷²。しかし、これについては、むしろ完全子会社化の事案でこそ、上述のようにMOM条項の必要性が高いから、その採用を促すべく、裁判所は、利益相反回避措置が有効に機能したかどうかを判断する際の考慮要素の1つとして、MOM条項の採用の有無を重要視すべきであると説かれている⁷³。

また、親会社が株式交換によって子会社を完全子会社化する事案にも及ぶであろう⁷⁴。このような場合にも、構造的な利益相反関係が存在するからである。

(3) 手続の公正性が確保されなかった場合

本決定は、手続の公正性が確保されなかった場合における判断枠組み

⁷¹ 典型的には、親会社は子会社株式を相当数保有しているため、買収の是非に関する最終的な判断の機会が株主から奪われてしまうといった問題が生じうる(加藤・前掲注(34)公開買付け195頁、220頁、白井・前掲注(34)公開買付け171頁)。

⁷² その理由としては、完全子会社化の方が、公開買付者(親会社)にとって、公開買付けが成立しにくくなるリスクが高くなることが考えられる(白井・前掲注(34)公開買付け183頁-184頁)。これに対して、MBOにおいてMOM条項の採用が多い理由は、①公開買付けを実施する前の段階における買収者側の対象会社株式の保有割合が(完全子会社化に比べて)低いMBOの場面では、いずれにせよ非利害関係株主の多数の賛同を得なければMBOを完遂することができない場合が多いため、MOM条項を採用することで買収者が負担する追加的なコストが相対的に低いことや、②MBOの場面では、買収者はLBOファイナンスを行う金融機関から多額の買収資金を調達することが通常であるため、当該融資に際して金融機関からMOM条項の採用を促される場合があることなどが挙げられている(白井・前掲注(34)公開買付け184頁注50)。

⁷³ 白井・前掲注(34)公開買付け169頁-171頁、183頁-185頁。もっとも、加藤・前掲注(34)公開買付け223頁は、完全子会社化の条件が公正であるための必要条件として、MOM条項を利用した上で子会社の少数株主の過半数の賛成があったことまでは要求すべきではないとされる。

⁷⁴ 松尾・前掲注(13)12頁。

については、言及していない。ただ、この点、小池補足意見は、「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」と述べている。

したがって、手続の公正性が確保されていない場合には、本決定の射程はもとより及ばず、その場合には裁判所が合理的な裁量を行使して、価格を決定することになるものと思われる⁷⁵。

（4）非上場会社の場合

本事案のY社は上場会社であるが、本決定自体は、対象会社が上場会社であるか否かを考慮要素として明示的に取り上げている訳ではない。したがって、非上場会社にも本決定の射程が及ぶかどうか問題となりうる。

この点、非上場会社にも射程が及ぶとする見解⁷⁶がある。とはいえ、非上場会社の株主数・規模などに応じて、上場会社と同等の厳格な手続を要請することが用意できない場合もありうる。したがって、いかなる手続を履行すれば、その公正性が認められ、当事者の定めた価格が尊重されることになるかは、今後の実務や裁判例の展開に委ねられるとされる⁷⁷。

（5）特段の事情とは？

本決定は、意思決定過程の恣意性を排除し、公正な手続がとられた場

⁷⁵ 桑原＝関口＝河島・前掲注（1）23頁－24頁。また、第三者委員会や専門家の意見を聴くという手続をとったが、最終的にはそれに従わないで公開買付けがなされた場合も、「手続の公正性が確保されなかった場合」に該当し、本決定の射程外となる（藤田・前掲注（1）論究ジュリ94頁）。

⁷⁶ 桑原＝関口＝河島・前掲注（1）24頁。同旨、難波・前掲注（1）35頁。

⁷⁷ 桑原＝関口＝河島・前掲注（1）24頁。また、非上場会社であっても、株主数が多く有価証券報告書を提出するなど、上場会社に遜色のない開示が行われている場合には、利益相反回避措置について、上場会社に準じて考えることにも一定の合理性があるとされる。（桑原＝関口＝河島・前掲注（1）24頁）

合であっても、「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた」と認めるに足る特段の事情」が存在する場合には、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うることを示唆している（その場合には、申立人による「予期しない変動」の発生の疎明が必要になる⁷⁸）。

本決定は、取得日までに生じる市場の一般的な価格変動は、特段の事情に該当しないと的前提に立っているものと思われるが⁷⁹、仮に本件よりも市場全体の変動割合が大きい場合でも、これを考慮する必要がないかは、明らかではない⁸⁰。

また、「予期しない変動」との文言からすれば、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該当するものと解される⁸¹。

小池補足意見は、「本件において上記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」と述べており、（もとより MOM 条項の設定を強制する趣旨ではないであろうが）少数株主や株式市場の反応が特段の事情の有無を裏付ける要素の1つになることを示している⁸²。

*本稿は、関西学院大学商法研究会（2017年3月1日）および北海道大学民事法研究会（同4月28日）で行った報告に、大幅な加筆・修正を加えたものである。また、本稿の準備段階で、南健悟日本大学准教授から有益なご助言を頂いた。ご指導・ご助言を頂いた先生方に感謝を申し上げる。

⁷⁸ 鳥山・前掲注（1）本決定113頁。

⁷⁹ もっとも、本件では、10月公表から2月公表までの間に公開買付価格が引き上げられた事実があり、もしこの修正がなかったら、特段の事情に該当したかもしれない（同旨、桑原＝関口＝河島・前掲注（1）27頁注（24））。

⁸⁰ 桑原＝関口＝河島・前掲注（1）23頁。

⁸¹ 塚本・前掲注（1）1頁、桑原＝関口＝河島・前掲注（1）23頁。松中・前掲注（1）9頁は、本件の特段の事情には、手続が公正であるが価格が不公正である場合は想定されていないとされる。

⁸² 塚本・前掲注（1）1頁、桑原＝関口＝河島・前掲注（1）23頁。

* 本稿脱稿後、高原知明「最高裁平成 28 年 7 月 1 日決定民集 70 卷 6 号 1445 頁における経済産業省『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』の位置付け」法政論集 270 号 (2017 年) 299 頁以下、伊藤吉洋「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—」近畿大学法学 64 卷 3・4 号 (2017 年) 75 頁以下、藤林大地「平成 28 年度会社法関係重要判例の分析 [上]」商事法務 2140 号 (2017 年) 6 頁以下、船津浩司・本件判批・民商 153 卷 3 号 (2017 年) 103 頁以下、石田眞得「米国会社法判例の最近の状況 — MFW 判決および Corwin 判決を中心に —」商事 2146 号 (2017 年) 18 頁以下に接した。

本稿のみたように、従来の多くの判例評釈は本決定が「機会主義の抑止」という理由づけを用いていないことについて批判的であるのに対し、伊藤論文および船津評釈は、このような (外在的な) 分析ではなく、本決定を内在的に分析されるものである。かかる分析はきわめて重要なものであると考えられるが、本稿では、これらの論考の内容を十分に反映させることができなかった。

また、石田論文 18 頁以下は、支配株主による少数株主の締出し合併に関するデラウェア州最高裁の MFW 判決 (kahn v. MF Worldwide Corp., 88 A. 3d 635 (Del. 2014)) について取り上げられる。同判決は、①特別委員会の設置と、②MOM の賛成の両方が事前に条件づけられている場合には、支配株主と買収対象会社との合併に対して適用される審査基準が (厳格な完全公正基準ではなく) 経営判断原則であることを最高裁として初めて明示したものであるとされる (同論文 19 頁以下)。そして、これらの要件は、別個独立の措置ではなく、相互に補完的で一体として効果を発揮するものとして位置づけられる (同 21 頁、24 頁)。その具体的な内容については、同 19 頁以下、21 頁以下を参照。

さらに、同じく本稿脱稿後、三光合成事件 (大阪地決平成 29 年 1 月 18 日金判 1520 号 56 頁) に接した。同事件は、エンバシンス (利害関係参加人) の株式の 32.74% を保有していた三光合成による同社の完全子会社化 (公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得による二段階買収) の事案であり、これに反対する株主が取得価格決定の申立てを行ったものである。同決定は、本決定を引用し、その判断枠組みに従い、買付価格を取得価格であるとする旨を判示している。