

# 利益相反構造のある二段階買収における 株式価格決定申立権者の範囲（3）

——マツヤ売渡株式売買価格決定申立事件  
最高裁決定などについての検討——

伊 藤 吉 洋

## 目 次

### 第一章 序 論

### 第二章 全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権者の範囲

#### 第一節 形式的根拠

#### 第二節 実質的根拠

第一款 暗闇への跳躍に対する配慮の必要性 (以上68巻4号・5号)

#### 第二款 規律づけの必要性

##### 第一項 学説とその整理

- 一 基準日後株主による規律づけの必要性を主張する見解
- 二 基準日株主による規律づけの必要性を主張する見解
- 三 開示①公表前株主による規律づけで十分であると主張する見解

##### 第二項 学説の検討

- 一 申立権の行使による規律づけの仕組みなど
- 二 申立権者の範囲と規律づけの限界
- 三 本款の総括 (以上本号)

### 第二款 規律づけの必要性

「暗闇への跳躍に対する配慮の必要性」という実質的根拠（第一節第四款参照）を整理・検討した結果に鑑みれば、開示①公表前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表前株主）は、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになる。他方で、（利益相反構造のある）二段階買収においては、基準日株主であるか基準日後株主であるかにかかわらず、開示①公表後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）は、原則として申立権を行使しうるなどと

考える必要はない（第一款参照）。もともと、「規律づけの必要性」<sup>239)</sup> という実質的根拠に基づいて、基準日後株主などのような開示①公表後株主であっても、申立権を行使しうるなどと判断するべきであると考えていると読みうる見解が多くある。以下においては、それらの学説<sup>240)</sup> を整理した上で、その検討を行う。

## 第一項 学説とその整理

### 一 基準日後株主による規律づけの必要性を主張する見解

#### (一) 白井正和の見解とその整理

##### (1) 白井正和の見解

エース交易地裁決定に関連して、「基準日後に株式を取得した株主も会社法172条1項2号の株主に該当するとして、」その者にも「取得価格決定申立権が認められる」と考えること（「肯定説」）に賛成する見解がある。第一款においても引用したこの見解は（第一款第三項一(一)2および二(一)参照）、同款において紹介した理由づけに加えて、以下の理由づけを提示している。すなわち、「たとえ締出しが実施されることを見越して株式を取得した場合であっても、一般に構造的な利益相反関係が認められる<sup>241)</sup> 締出しの場面における規律づけの必要性を考慮すれば（同時に、一般に費用と時間のかかる取得価格決定申立権の行使は専門的な知見を有しない投資家による行使のみでは過少になりがちであることも踏まえれば）、肯定説を貫くことで得られる便益（規律づけを促進することでもたらされる便益）は、そのことによる費用（効率的な取引までもが阻害されやすくなるという社会的な費用）を下回るとは容易に評価できない」というものである<sup>242)</sup>。つまり、この見解は、規律づけの必要性を根拠にして、基準日後株主であっても申立権を行使しうる<sup>243)</sup> と判断するべきであると考えているのである。

##### (2) 白井正和の見解の整理

(1)において引用した見解を整理すれば、以下のようになろう。

#### ア 規律づけとは何か

第一に、申立権の行使による規律づけとは、具体的には、誰（何）に対するものであるのか、どのような方向に仕向けるためのものであるのか（申立権に

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

ついて、どのような行為がどのような状態に至るように誰（何）に対して規律づけを行うための手法であるか（と考えるのか）が明らかにされていない（第一章第二節第一款（第二）参照）。この点が明らかにならなければ、そもそも申立権が行使されることによって規律づけが行われるのかどうかを検討することができない。もし申立権が行使されることによって全く規律づけが行われないのであれば、基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどと判断するべきであるかどうかというように、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大するべきであるかどうかを議論する必要もなくなる。したがって、その点をまずは明らかにする必要があろう<sup>244)</sup>。

もっとも、この見解の論者は、別稿において、申立権の行使による、（本稿の検討対象の一つである）MBOにおける対象会社の「取締役に対する規律づけを観念すること」は「十分に可能である」と述べる。また、（MBOの場面においては対象会社の一部の取締役と経済的な一体性を有することもある）「買収者が」「買収の対価を低く抑える」かもしれないことや、申立権の行使によって「対象会社の株主」が「十分に保護を受けられる」可能性などに言及している<sup>245)</sup>。このことからすれば、この見解の論者は、申立権について、対象会社の株主が十分に保護されるように、関連して、（二段階）買収者が買収の対価を低く抑えることがないように、対象会社の取締役に対して規律づけを行うための手法であると考えている、ということになろうか<sup>246)</sup>。

#### イ 便益とは何か

第二に、「肯定説を貫くことで得られる便益（規律づけを促進することでもたらされる便益）」とはどのようなものであるかが明らかにされていない（第一章第二節第一款（第二）参照）。この便益の詳細が明らかにならなければ、そもそもこの便益が「もたらされる」べきものであるのか、ひいては、そのような便益をもたらすこととなる規律づけの（促進の）必要性という実質的根拠に基づいて、基準日後株主であっても申立権を行使しうると判断するべきであるというように、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大するべきであるという結論がそもそも妥当であるのかを検討することができない（第一章第二節第一款（第一）参照）。

もつとも、この見解の論者は、別稿において、MBO など<sup>247)</sup>「の場面における取締役に対する規律づけの大幅な不足は、投資家の企業買収ひいては株式投資そのものに対する不信を募らせることになり、わが国の資本市場の発展を阻害する可能性すら存在する」ことを問題視している<sup>248)</sup>。このことに関連して、一般に「効率性」という言葉が用いられる場合には、「事前の効率性」と「事後の効率性」とに区別されることが多いように思われる。「資本市場」を「発展」させることは、そのうち事前の効率性を実現することであると整理しうる<sup>249)</sup>。もしそうだとすれば、この見解の論者は、アにおいて前述したようにMBO（など）に際して対象会社の取締役に対して規律づけを行うことで、事前の効率性を実現することを重視していると言えるかもしれない。ひいては、規律づけによってもたらされることとなる便益として、事前の効率性を実現することによって生じる便益、具体的には、（MBO が行われる可能性がないわけではないが、（開示①による公表も行われておらず、）実際には MBO が行われていない）いずれの会社もその資本コストを削減でき、多額の資金調達を行いうるという状況に至ることによって企業価値を高める新規投資が実施されやすくなるという便益を想定している、と言えようか。

さらに、この別稿は、アにおいて引用したことに加えて、本稿の検討対象の一つである、MBO<sup>250)</sup>に際しての申立権に係る裁判例である、レックス・ホールディングス最高裁決定などを引用しながら、「公正な価格」にも言及している<sup>251)</sup>。

以上を併せみれば、この見解の論者は、基準日後株主（ウおよびエ参照）であっても申立権を行使しようと判断することによって、アにおいて前述した規律づけが行われ、ひいては、（二段階）買収者が買収の対価を低く抑えることはなくなり、その結果として、事前の効率性が実現されることによって前述した便益がもたらされる、と考えていると整理しうるかもしれない。

ウ 基準日後株主のうちいずれの者にも認めなければ足りないのか

第三に、この見解は、何ら限定をしていないから<sup>252)</sup>、基準日後株主であればいずれの者であっても申立権を行使しうると考えなければ、そのような規律

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

づけが（十分に）行われたい、ということをも前提にしているとも読みうるかもしれない。しかし、もしそうだとすると、そのように考えなければ、規律づけが（十分に）行われたいのはなぜであるのかは明らかではない。すなわち、基準日後株主のうち、開示④によって第二段階の全部取得に係る（確定した）議題・議案が公表された後に対象会社の株式を取得した者（議題確定後株主（第一款第二項二-(4)参照）または開示④公表後株主）や、総会決議後株主（または開示⑤公表後株主（第一款第三項一柱書参照））であっても申立権を行使しようと考えなければ、そのような規律づけが（十分に）行われたいとしたら、それはなぜなのだろうか（第一章第二節第一款（第四）参照）。第三款において後述するように、申立権を行使しようとする者などの範囲を拡大することに対しては批判もありうるから、その点を明らかにしておく必要がある。

#### エ 基準日株主のうち開示①公表後株主のみでは足りないのか

第四に、この見解はおそらく、（この見解が述べるところの）肯定説に基づけば申立権を行使しようとする判断されるべきであると考えられることになる基準日後株主が「一般に費用と時間のかかる取得価格決定申立権の行使」に係る「専門的な知見を有」する「投資家」であるのに対して、基準日株主が「一般に費用と時間のかかる取得価格決定申立権の行使」に係る<sup>253</sup>「専門的な知見を有しない投資家」であり、そうであるからこそ、基準日株主による申立権の行使のみによっては規律づけが（十分に）行われたい、と考えていると読みうる<sup>254</sup>。

この点について、確かに、基準日株主のうち開示①公表前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表前株主）であれば、その大部分がそのような費用と時間を負担することが困難な投資家である場合もあるかもしれない<sup>255</sup>。他方で、基準日株主のうち開示①公表後であって基準日までに対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち基準日株主）はどうであろうか。その大部分も、費用と時間を負担することが困難な投資家である、ということをも前提にしているからこそ、この見解によれば、基準日株主による申立権の行使のみによっては規律づけが（十分に）行われたい、と考えることになるのかもしれない。そして、そうであるからこそ、規律づけが（十分に）行われるように基準日後株主

であっても申立権を行使しようと判断するべきであると考えられることになるのであろう。

しかし、同じく開示①公表後株主であるにもかかわらず、基準日までに対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち基準日株主）の大部分は費用と時間を負担することが困難な投資家であるのに対して、基準日後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち基準日後株主）の大部分は費用と時間を負担することが困難ではない投資家である、と考えている（としてその）理由は明らかにされていない。もしその理由が明らかにはならず、実際のところは前者の大部分も費用と時間を負担することが困難ではない投資家である可能性があるのであれば<sup>256)</sup>、基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、規律づけが（十分に）行われるということになるようにも思われる。アないしウにおいて前述し、第三款においても後述するように、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することに対しては批判もありうる。したがって、実際のところは前者の大部分も費用と時間を負担することが困難ではない投資家である可能性があるにもかかわらず、規律づけが（十分に）行われるようにするために基準日後株主であっても申立権を行使しうると判断するべきであると考えるのであれば、「費用と時間のかかる」こと以外の理由づけを提示する必要がある<sup>257)</sup>。

## (二) 和田宗久の見解とその整理

### (1) 和田宗久の見解

エース交易地裁決定に関連しては、「全部取得条項付種類株式の取得対価の実質的な不当は、平成26年会社法施行後における取得の差止事由である会社による法令・定款違反にも該当せず」、「そうした不当（性）は今後もあくまで取得価格決定申立てに基づいて解決・是正されていくべき問題であるとの見解」「もみられていることからすれば」、「MBOに関する情報の公表<sup>258)</sup>後や、または基準日後に取得された株式<sup>259)</sup>についても」「取得価格決定申立てを認める必要性がより増してくる、とも考えられるように思われる」と指摘する見解もある<sup>260)</sup>。この見解は、「わが国では」、「とくに不公正な」「全部取得条項付種

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

類株式の取得価格<sup>261)</sup>」が設定されることに対する抑止という機能について、「それを」「取得価格決定申立てに期待するかのような見解が多くみられてきている」と述べた上で、以上のように指摘している。

もっとも、この見解は、「仮に取得価格決定の申立ての段階で取得価格が実質的に不当であるとされ、申立人に第1段階の公開買付価格よりも高い取得価格が認められたとしても」、「第1段階の公開買付けに応募した者について、原則、直ちに公正な買取価格との差額が支払われる制度設計とはなっていない。このため、不当なMBO」「の抑止」「という面での効果も限定的であるように思われる」とも述べている<sup>262)</sup>。

#### (2) 和田宗久の見解の整理

(一)において引用した見解が言及していた「規律づけ」と関連づけて述べるのであれば（(一)2ア参照）、(1)において引用した見解は、申立権について、不当な（不公正な）取得対価が設定されることが抑止されるように規律づけを行うための手法である、と考えているように思われる。もしそうだとすれば、「MBOに関する情報の公表後」に対象会社の株式を取得した株主や基準日後株主であっても申立権を行使しようとすることによって、それらの株主による申立権の行使を通じた規律づけが（ある程度）行われる、と考えているとこの見解を整理しえよう。ただし、(一)において引用した見解と同様、この見解においても、規律づけによってもたらされることとなる便益とは何か、基準日後株主であればいずれの者であっても申立権を行使しようなどと（判断するべきであると考えているとして、そのように）考えなければ、さらには、開示①公表後株主のうち基準日株主との比較において基準日後株主であっても申立権を行使しようなどと（判断するべきであると考えているとして、そのように）考えなければ、なぜ規律づけが（ある程度ですら）行われないのかは明らかにされていない（(一)2イないしエ参照）。

なお、(1)において引用した制度設計についての部分に鑑みれば、公開買付けが終了した（ことが公表された）後に対象会社の株式を取得した者（基準日後株主も含む開示②公表後株主）であっても申立権を行使しよう、と判断することに

よっては、規律づけが（ある程度は行われるとしても十分には）行われたい、と考えているものとしてもこの見解を整理しよう（第二項二(三)参照）。

(三) 加藤貴仁の見解とその整理

(1) 加藤貴仁の見解

特別支配株主による株式売渡請求に係る売渡株式の売買価格決定申立権を行使しうる者の範囲が争われたマツヤ最高裁決定を検討するに際して、「売買価格決定の申立てには、裁判所が対価の額の公正さを判断する機会を事後的に設けることで、特別支配株主が著しく不当な対価の額で株式を取得することを事前に抑止するという役割もある」と述べる見解がある。そして、「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てなど類似の価格決定手続では、むしろ、裁判所がこのような役割を果たすことが期待されてきたのではなからうか」と述べる。その上で、この見解は「特別支配株主に対する規律付け」という表現を用いている<sup>263)</sup>。

(2) 加藤貴仁の見解の整理

ア 規律づけとは何か

(1)において引用した見解はおそらく、売買価格決定申立権について、(著しく)不当な対価(の額)で株式を取得することが事前に抑止されるように、特別支配株主に対して規律づけを行うための手法である、と考えているように思われる。そして、マツヤ最高裁決定は、対象会社の株式に対する公開買付けを第一段階とし、第二段階として株式売渡請求の手法が用いられた二段階買収に係る裁判例であった。そこで、取得価格決定申立権者の範囲および(一)において前述した点に関連づけて述べるのであれば(一)2ア参照)、この見解は、取得価格決定申立権について、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように、(実質的にみれば(第一款第二項二(三)ウ参照))第二段階の特別支配株主に相当する、公開買付け終了後の(二段階)買収者に対して規律づけを行うための手法である、と考えているということにならうか。

イ 便益とは何か

(一)において引用した見解と同様、この見解においても、規律づけによっても

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

たらされることとなる便益とは何かは明らかにされていない（→(2)イ参照）。もっとも、この見解の論者は、別稿において、「資本市場の発展や資本コストの削減のためには、親会社が子会社の企業価値が市場で過小評価されている場合を狙って非公開化<sup>264)</sup>を行うことを規制すること」「が必要であるとの立場は成り立ち得る」と述べている。さらに、「非公開化によって生じる企業価値増加分の一定割合の分配を少数派株主に保障することが必要であるとの立場は成り立ち得る」とも述べる。その上で、「子会社の少数派株主は、市場価格よりも高い価値（以下「主観的価値」）を子会社株式に付けているからこそ、子会社株式を保有している。主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主は、非公開化だけではなくわが国の株式市場自体に不満を抱くであろう」とも指摘している<sup>265)</sup>。

以上からすれば、この見解の論者は、対象会社（子会社）の「非公開化」の結果として「主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主」になってしまった投資家が実際に存在するということになれば、同様にそのような株主になりかねないことを懸念する（および実際にそのような株主になってしまったことがある）投資家が「我が国の株式市場自体に不満を抱」き、（非公開化が行われる可能性のある）いずれの会社の株式をも取得しようとしなない、または、その会社の株式の客観的（本質的）価値（非公開化が行われなかった場合の（子会社の）企業価値に基づく価値）よりも低い価格でしか取得しなくなったりするかもしれない、という事態が引き起こされることを問題視していると整理しうるかもしれない。このことに関連して、非公開化を規制することによって資本市場を発展させることや資本コストを削減することは、「事前の効率性」を実現することであると整理しうる。また、「非公開化によって生じる企業価値増加分の一定割合の分配を少数派株主に保障する」ためには、まずは企業価値を増加させるような非公開化が行われることが必要となる。したがって、そのような非公開化を行わせるための規制は、「事後の効率性」を実現するためのものであると整理しうる<sup>266)</sup>。それらの整理に従えば、この見解の論者は、（前述した事態が引き起こされないように、さらには企業価値を増加させるように）非公開化

を規制することで、二つの効率性を実現することを重視していると言えるかもしれない<sup>267)</sup>。もしそうだとすれば、この見解は、規制することによってもたらされることとなる便益として、二つの効率性を実現することによって生じる便益、具体的には、(非公開化が行われる可能性がないわけではないが、(開示①による公表も行われておらず、) 実際には非公開化が行われていない) いずれの会社もその資本コストを削減でき、多額の資金調達を行いうるという状況に至ることによって企業価値を高める新規投資が実施されやすくなると共に、(実際に非公開化が行われることとなった) 対象会社 (または買収者および対象会社両者の総計<sup>268)</sup>) の企業価値を増加させる非公開化が行われるという便益を想定している、ということになると言えようか。

さらに、この別稿は、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買収 (いずれも現金対価) による「非公開化」に際しての取得価格決定申立権に係る裁判例である、レックス・ホールディングス最高裁決定、JCOM 地裁決定、東宝不動産地裁決定、東宝不動産高裁決定や、JCOM 高裁決定などを引用しながら、「公正な価格」にも言及している<sup>269)</sup>。

以上を併せみれば、この見解の論者は、開示①公表前株主のみならず、開示①公表後株主 (ウ参照) であっても申立権を行使しようと判断することによって、「規制」することによってそれが行われることになると言えるかもしれない。) アにおいて前述した規律づけが行われ、ひいては、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止され<sup>270)</sup>、その結果として、二つの効率性が実現されることによって前述した便益がもたらされる、と考えていると整理しうるかもしれない。

ウ 開示①公表後株主のうちいずれの者にも認めなければ足りないのか

この見解は、マツヤ最高裁決定が「売買価格決定の申立てをできる売渡株主の範囲」から「公告の後に売渡株式を譲り受けた者」(公告後株主) を除いたことによって「抑止効果は弱められる」とも述べている<sup>271)</sup>。この抑止とは、規律づけの内容である、特別支配株主が不当な対価で株式を取得することを事前に抑止することを意味していると思われる (ア参照)。したがって、この見解に

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

よれば、公告後株主であれば売買価格決定申立権を行使しえないと判断されることによってそのような抑止の効果が弱められた結果、規律づけが（十分には）行われなくなってしまうということになるのかもしれない。

そして、そのような公告後株主は、取得価格決定申立権を行使しうるなどと判断すべきであるかどうかの問題とされる総会決議後株主に相当すると一般には考えられている<sup>272)</sup>。以上からすれば、この見解は、（抑止の効果が弱められるという事態に至ることをも勘案しながら）規律づけが（十分に）行われるようにするために、開示①公表前株主のみならず、総会決議後株主<sup>273)</sup>も含めて開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうると判断すべきであると考えているようにも思われる<sup>274)275)</sup>。もっとも、そうだとすると、この見解においても、そのように考えなければ、なぜ規律づけが（十分に）行われなくなってしまうかは明らかにされていない（(一)2)ウおよびエ参照）。

## 二 基準日株主による規律づけの必要性を主張する見解

### (一) 飯田秀総の見解

セレブリックス地裁決定に関連して、基準日後株主であれば申立権を行使しえないと判断すべきであると考えている見解がある。この見解は、その理由として、第一款において前述したものの他に（第一款第三項一(ロ)参照）、「申立権者の範囲を拡張すればするほど」スクリーニング「機能<sup>276)</sup>が効きすぎて効率的な企業再編までも阻害してしまうという負の側面が大きくなってしまう。そのため、少数株主の保護のための制度だから、できるだけ広い範囲の株主に申立権を認めるべきだ、とはいえない」ことを挙げている。他方で、この見解は、第一款において前述したように、（172条1項1号が定める要件を満たす限りにおいて）基準日株主であれば、開示②公表後に対象会社の株式を取得した者（基準日株主のうち開示②公表後株主）であっても、申立権を行使しうると判断すべきであると考えているように思われる。したがって、基準日株主のうち、開示①公表前株主のみならず、開示②公表後株主以外の開示①公表後株主についても同様に考えることになろう（第一款第三項一(ロ)参照）。以上のように考え

る理由に関連して、この見解は、「会社法172条1項1号」の「事前の反対通知・株主総会での反対」という「要件は、非効率的な企業再編が多数決で承認<sup>277)</sup>される確率を下げるができる<sup>278)</sup>点で」、「賛成株主と反対株主の利害を調整するバランスとして合理性がある」と述べている<sup>279)</sup>。

## (二) 飯田秀総の見解の整理

### (1) 規律づけと便益の内容

(一)において引用した見解において用いられている「効率的」という文言について、この見解の論者は、(一)において引用したように述べるにあたって引用している別稿において、「買収が行われることの必要十分条件が、『買収の前後での企業価値（株主の享受する価値の総和）の増加分がその買収にかかるコストを上回ること』である場合を効率的な状態という」と述べる<sup>280)</sup>。すなわち、この見解の論者は、企業価値が増加し、しかも、その増加分が買収コストを上回る、という状態を実現することとなる買収を「効率的な」買収（企業再編）と定義している。このことに関連して、（その増加分が買収コストを上回る、）企業価値を増加させる買収は、「事後の効率性」を実現するものであると整理している<sup>281)</sup>。以上からすれば、この見解は、事後の効率性が実現されない企業再編という意味での「非効率的な企業再編」が行われないようにするために、開示①公表前株主であるか開示①公表後株主であるかにかかわらず、基準日株主であれば申立権を行使しようと判断するべきであると考えているものということになるのか。

なお、そのような非効率（的）な企業再編の典型として考えられるのは<sup>282)</sup>、企業再編が行われることによって企業価値が減少することになったとしても、企業再編の相手方が、対象会社株式の客観的価値（企業再編が行われなかった場合の企業価値に基づく価値）を下回る低廉な対価を設定し、その対価で対象会社の（少数）<sup>283)</sup>株主が保有する株式を取得し、その結果、その客観的価値とその対価との差額を受領するということによって、企業価値の減少分を補いうるということを前提して行われるものであろう<sup>284)</sup>。そのような低廉な対価が、（低い対価や）（著しく）不当な対価に等しいのであれば<sup>285)</sup>、この見解も、一に

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

において引用した見解と同様に（一(一)ないし(三)参照）、不当な対価が設定され、その対価で対象会社の株主が保有する株式が取得されることを抑止すべきである、と考えていると整理しえようか。その整理に従えば、この見解も、申立権について、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように<sup>286)</sup>、（本稿の検討対象である（利益相反構造のある）二段階買収において企業再編の相手方となる<sup>287)</sup> 公開買付けが終了した後の（二段階）買収者<sup>288)</sup> に対して規律づけ<sup>289)</sup> を行う手法であると考えている、ということになる。そして、開示①公表前株主であるか開示①公表後株主であるかにかかわらず、基準日株主であれば申立権を行使しようと判断することによって、そのような規律づけが行われ、その結果として、（二つの効率性のうち）事後の効率性が実現されることによって（その増加分が買収コストを上回る、）企業価値を増加させる（、二段階買収における第二段階の）企業再編が行われる（全部取得がなされる）という便益がもたらされる、と考えているということになるか。

#### (2) 基準日後株主に認めなくても足りるのか

この見解は、負の側面が大きくなることに係る懸念<sup>290)</sup> を（一つの）理由として、基準日後株主であれば申立権を行使しえないと判断するべきであると考えているのであって（(一)参照）、そのように考えたとしても、(1)において前述した意味での規律づけが（十分に）行われるとは断言していない<sup>291)</sup>。したがって、この見解が、基準日後株主であれば申立権を行使しえないと判断するべきであると考えているとしても、規律づけが（十分に）行われると考えているのか、それとも、行われなくなってしまう（が、負の側面が大きくなることに係る懸念などに鑑みればやむをえない）と考えているのかは明らかではない。

### 三 開示①公表前株主による規律づけで十分であると主張する見解

第一款において引用した見解には、（基準日株主であっても）開示①公表後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）は、原則として<sup>292)</sup> 申立権を行使しえないなどと判断するべきであると考えていることになるように思われるものがあつた（松本拓生の見解）（第一款第三項一(一)(1)参照）。この見解は、同款にお

いて引用した理由づけに加えて、「全部取得条項付種類株式における取得価格決定申立権については、結果として株主は締め出されてしまうのであるから」、「経営者あるいは多数株主の行う決定に対する」「チェック機能<sup>293)</sup>は取得価格を争うという形でしか果たされない。とすれば、株主によるチェック機能は、その取得価格についてもっとも利害関係を有する当該締め出しの事実が明らかになった時点<sup>294)</sup>での株主にのみ認められれば十分であるものと考えられる」とも述べている<sup>295)</sup>。このことからすれば、この見解は、開示①公表後株主であっても申立権を行使しうるとまで判断しなくても、チェック機能は十分に果たされる、と考えているものであると整理しうるかもしれない。そうだとすると、このチェック機能が一において前述した規律づけと同義であるとすれば<sup>296)</sup><sup>297)</sup>、この見解は、一および二において引用した見解とは異なり<sup>298)</sup>、基準日株主であるか基準日後株主であるかにかかわらず、開示①公表後株主であっても申立権を行使しうるとまで判断しなくても、規律づけが十分に行われる、と考えているものであるということになろう<sup>299)</sup>。

## 第二項 学説の検討

本項においては、第一項において整理した学説を以下の順序で検討する。第一に、それらの学説の大部分のように、規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表前株主）のみならず、その後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）であっても、（その一部であれば）申立権を行使しうるなどと考えることがそもそも妥当であるのかについて、その規律づけを行うことによって便益をもたらすことが妥当であるのか、JCOM 最高裁決定を踏まえれば規律づけはどのように行われることになるのかなどを明らかにしながら検討する(一)。第二に、さらに同決定を踏まえれば、開示①公表後株主のいずれの者であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになるのかについて検討する。加えて、規律づけの限界などについても明らかにすることを試みる(二)。第三に、本款の総括を行う(三)。

## 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

### 一 申立権の行使による規律づけの仕組みなど

#### (一) 規律づけによって便益をもたらすことは妥当であるのか

第一項において整理した学説の大部分は、開示①公表前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表前株主）のみならず、その後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）であっても、（その一部であれば）申立権を行使しようと判断するべきであると考えている。そのように判断することによって、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように、公開買付け終了後の（二段階）買収者（ただし(二)2ウ参照）に対して規律づけが行われるということになる、と考えていると整理しえよう。そして、そのような規律づけが行われた結果、事前の効率性および事後の効率性が実現されることによって、具体的には、いずれの会社も資本コストを削減でき、多額の資金調達を行いうることによって企業価値を高める新規投資が実施されやすくなるという便益、および、（その増加分が買収コストを上回る、）企業価値を増加させる（、二段階買収における第二段階の）企業再編が行われる（全部取得がなされる）という便益がもたらされる、と考えていると言える（第一項一および二参照）。

この便益がもたらされるべきものであることについての異論は（多く）ないと考えられる<sup>300</sup>）。したがって、基本的には、申立権の行使による規律づけが行われ、ひいては、不当な対価で株式を取得することが抑止されることによって（(二)1および2参照）実際にこの便益がもたらされるという限りにおいて、当該規律づけが（十分に）行われるように、（開示①公表前株主のみでは足りないのであれば（(二)3参照）、）開示①公表後株主であっても申立権を行使しうるなどと考えるべきである、ということになろう。

#### (二) JCOM 最高裁決定下での規律づけの仕組みと便益の実現

##### (1) JCOM 最高裁決定下での取得価格の予測可能性

###### ア 学説（の大部分）の前提

もっとも、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように、公開買付け終了後の（二段階）買収者（ただし2ウ参照。以下同じ）に対して申立権の行使による規律づけが行われることになるのは、その買収者が不当な対価で

株式を取得しようとするれば、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれるからであろう（詳細については(2)参照）。第一項において整理した学説の大部分もこのように見込まれることを前提にしていると考えられる。

この点について、実際に見込まれるのは、申立権を行使すれば、裁判所が、（それが不当な対価であるといえるかどうかはともかくとして（(2)ア参照）、）取得対価に係る端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である<sup>301)</sup>）金額を超える額を「公正な価格」であると算定し、取得価格を決定するというのを、申立権を行使しようとする者が予測しようという状況においてであろう。なぜならば、申立権の行使に伴う裁判手続には費用と時間を要するがために、申立権を行使することとなる株式についての対価の額などの総計と裁判所によって決定される取得価格の額などの総計との差額が少なくとも当該費用を上回らない限り、そもそも申立権を行使する誘因は乏しいはずである<sup>302)</sup>。したがって、少なくとも<sup>303)</sup> そのように予測しようという状況でなければ、実際にはそれほど多くの申立権は行使されないと考えられるからである<sup>304)</sup>。

#### イ 取得価格（公正な価格）の予測可能性

それでは、現時点において、裁判所が、取得対価に係る端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を「公正な価格」であると算定するのは、どのような場合なのであろうか。また、そのように算定するというのを、申立権を行使しようとする者が予測しようという状況にあるのであろうか。

これらの点について確認するに際して踏まえておくべきであるのは、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買収（いずれも現金対価）の事案<sup>305)</sup>に係る JCOM 最高裁決定である。すなわち、同決定は、公開買付価格と同額を取得価格（「公正な価格」）であると決定するに際して<sup>306)</sup>、公開買付けが「一般に公正と認められる手続」により行われたかどうかなど<sup>307)</sup> にまずは着目した<sup>308)</sup><sup>309)</sup>。つまり、当該決定によれば、公開買付けなどがそのような手続により行われた場合（であると判断したときには）、裁判所は、その後取得対

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

価に係る端数処理手続きを経て実質的には交付されることとなる公開買付価格と同額である金額を「公正な価格」とであると算定（判断）することになると思われるのである。

他方で、公開買付けなどがそのような手続により行われなかった場合（であると判断したときには）、裁判所は、どのように公正な価格を算定するのであるか<sup>310</sup>。この点について、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買収（いずれも現金対価）の事案に係るものであると整理しうる<sup>311</sup>、JCOM最高裁決定以前の裁判例には、取得対価に係る端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることになる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であるとして決定したものもある。

確かに、それらの裁判例は、その決定要旨を読む限りにおいて、公開買付けなどがそのような手続により行われなかった場合（であると判断したと整理しうるとして、そのとき）には、公開買付価格と同額が「公正な価格」ではない（とか、不当な対価である）のは当然であるということ为前提にして、公開買付価格と同額である（となる）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定した、とは言えないように思われる<sup>312</sup><sup>313</sup>。むしろ、その決定要旨を読む限りにおいて、公開買付けなどがそのような手続により行われなかった場合（であると判断したとして、そのとき）に、裁判所自らが公正な価格を算定したところ、その算定が、結果的には公開買付価格と同額である金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定することとなるような方法によるものであったから、実際にそのように決定することとなったにすぎないように思われるのである。

しかし、それらの裁判例のいずれにおいても、結論としては、公開買付価格と同額である金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定している<sup>314</sup>。したがって、JCOM最高裁決定以後も、公開買付けなどがそのような手続により行われなかった場合（であると判断したときには<sup>315</sup>）、裁判所がJCOM最高裁決定以前のこれらの裁判例と同様の算定方法を用いるはずであるということ为前提にする限りにおいては<sup>316</sup>、（それが不当な対価であると言え

るかどうかはともかくとして、) 端数処理手続きを経た後に実質的に交付されることとなる (、通常であれば公開買付価格と同額である) 金額を超える額を「公正な価格」であると算定するということを、申立権を行使しようとする者が予測しようという状況にある、と一応は言えよう (ただし(3)イ参照)。

(2) 不当な対価の抑止の仕組み

ア 一般に公正と認められる手続と不当な対価の抑止との関係

利益相反構造のある二段階買収 (いずれも現金対価) において、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、申立権を行使しようとする者が(1)イにおいて前述したように予測しようという状況にあるとすれば、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれる、ということになる (1)ア参照)。ただし、そのように見込まれるとしても、公開買付け終了後の (二段階) 買収者が不当な対価 (場合によっては裁判所自らが算定する ((1)イ参照) 公正な価格を下回る対価) で株式を取得することが事前に抑止されることになる、とは必ずしも言えないように思われる。なぜならば、そのように見込まれるがために、公開買付けなどがそのような手続により行われるように仕向けられるとしても (イ参照)、その結果として、公開買付け終了後の (二段階) 買収者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されることにもなる、というためには、裁判所がどのような場合に公開買付けなどがそのような手続により行われたと判断するか次第であろうからである<sup>317)</sup>。すなわち、公開買付け終了後の (二段階) 買収者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されることとなるような手続により公開買付けなどが行われた場合にも、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと裁判所が判断するのであれば、(ある程度 (二)ロ参照)) 抑止されることになろうが、それ以外の場合にも同様に判断するのであれば、必ずしも抑止されることにはならないであろうからである。この点については、JCOM 最高裁決定やその前後の裁判例を踏まえたとしても、現時点において明らかであるとは言えないかもしれない。

もっとも、公開買付け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

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

かなどに着目して、公開買付価格と同額を取得価格（公正な価格）であると決定するという JCOM 最高裁決定の判断枠組み自体は、（二段階）買収の各当事者の予測可能性を確保するという観点からして妥当である<sup>318</sup>）。そこで、本稿はその判断枠組みに依拠しながら、公開買付け終了後の（二段階）買収者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されることになるような手続により公開買付けなどが行われた場合にのみ、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと裁判所が判断する、という（運用が少なくとも今後行われるであろう）<sup>319</sup>）ことを前提にして以下における検討を進めることとする。

#### イ 不当な対価の抑止の仕組み

アにおいて前述した前提の下で、そして JCOM 最高裁決定を踏まえた上で、第一項において整理した学説の大部分についてあらためて整理すれば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれることによって、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられ、その結果として、公開買付け終了後の（二段階）買収者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止される、と考えることになる整理しえよう。もっとも、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれることによって、公開買付けがそのような手続などにより行われるよう仕向けられるのはなぜなのであろうか。この点については以下のように説明しうるように思われる。

すなわち、本稿の検討対象は、利益相反構造のある二段階買収（いずれも現金対価）であるところ、第二段階の全部取得が行われ、端数処理手続きを経た後に（第一款第二項二(三)(3)ウ参照）対象会社の株式を全て保有することにより対象会社を完全に支配することとなるのは、（通常であれば）第一段階の公開買付者（および当該公開買付者を支配する者<sup>320</sup>）であり、その者は公開買付け終了後の（二段階）買収者である。そして、もし公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合（であると判断するとき）に、実際に一定数の申立権が行使され、裁判所が端数処理手続きを経た後に実質的には交付さ

れることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であるとして決定するのであれば（(1)イ参照）、端数処理手続きを経た後に（通常であれば）公開買付け終了後の（二段階）買収者（第一段階の公開買付者）が交付する予定であった（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額（や裁判費用）が、当該買収者が支配することとなった対象会社から流出することになる<sup>321)</sup>。当該買収者がそのような対象会社からの現金の流出を相当程度嫌忌する限りにおいて<sup>322)</sup>、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるよう仕向けられることになると説明しうるように思われる（いずれの段階から誰が仕向けられることになるのかについてはウ参照）。

ウ いずれの段階の誰に対する規律づけなのか

なお、第一項において整理した学説の一部は、申立権について、公開買付け終了後の（二段階）買収者に対して規律づけを行う手法である、と考えているように思われる（第一項一(三)(2)ア、二(1)参照）。他方で、申立権について、取締役に対して規律づけを行う手法である、と考えているように思われる見解もある（第一項一(一)(2)ア参照<sup>323)</sup>）。

この点について、後述するように、JCOM 最高裁決定が公開買付けなどにおいて行われているどうかに着目している一般に公正と認められる手続には、（対象会社のみならず）公開買付者が講じうる措置が含まれている可能性がある（二(一)(1)参照）。実際に含まれているとすれば、公開買付者であった公開買付け終了後の（二段階）買収者は、実際に一定数の申立権が行使されることによって対象会社から現金が流出してしまうことを相当程度嫌忌する限りにおいて（イ参照）、公開買付け（の開始）時点において、その措置を講じることになろう。その結果として、すなわち、（その他の措置も併せて講じられることなどによって）公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われた結果として、公開買付価格が不当な価格ではなくなるのであれば（ア参照）、端数処理手続きを経た後に通常であれば公開買付価格と同額である金額が実質的には交付されることとなるように設定される<sup>324)</sup> 第二段階の全部取得にかかる取得対価も不当

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

な価格ではなくなる、ということになる。

また、JCOM 最高裁決定が公開買付けなどにおいて行われているどうかに着目している一般に公正と認められる手続には、（公開買付者のみならず）対象会社が講じうる措置なども含まれている（二(一)(1)、(3)および(4)参照）。そして、本稿の検討対象である、利益相反構造のある（二段階）買収においては、公開買付け（の開始）時点ですでに、そのような対象会社の取締役（のうち少なくとも一部）が公開買付者と何らかの関係を有しているであろう<sup>325)</sup>し、実際にそのような関係を有している当該取締役は、対象会社側というよりも（二段階）買収者（第一段階の公開買付者）側にあると言えるから、当該措置などを講じるかどうかに係る対象会社の取締役会決議に加わらないのが通常であろう<sup>326)</sup>。したがって、実際に一定数の申立権が行使されることによって対象会社から現金が流出してしまうことを（それらの取締役と何らかの関係を有している）（二段階）買収者（第一段階の公開買付者）が相当程度嫌忌するのであれば、買収者の方から、それらの取締役を除いた（、その買収者と何らかの関係を有しない）対象会社のその他の取締役に対して当該措置などを（対象会社のその他の取締役が自発的に講じそうもないのであれば<sup>327)</sup>）講じるよう求めるなどすることになる。

以上からすれば、JCOM 最高裁決定を踏まえる限りにおいて、申立権は、公開買付け終了後になって初めてというのではなく<sup>328)</sup>、公開買付け（の開始）時点からすでに（そして、基本的には<sup>329)</sup>、二段階買収者と何らかの関係を有している対象会社の取締役を除いた取締役というよりも、）二段階買収者（および間接的にはその買収者と何らかの関係を有している対象会社の取締役）に対して規律づけを行うこととなる手法である、ということになるように思われる<sup>330)</sup>。

#### (3) 規律づけの担い手（開示①公表前株主のみでは足りないのか）

##### ア 開示①公表前株主自らによる規律づけの可能性

とはいえ、JCOM 最高裁決定を踏まえて述べれば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、申立権を行使すれば、端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定

してもらえるとということになる。そして、開示①公表前株主のうちの一定数がそのことを予測して申立権を行使することが見込まれる（(1)イ参照）としたら、以下のような帰結に至るように思われる。

すなわち、実際に開示①公表前株主のうちの一定数によって申立権が行使された場合に対象会社から現金が流出することを（二段階）買収者が相当程度嫌忌するのであれば、当該買収者は、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられることになろう（(2)イおよびウ参照）。つまりは、開示①公表前株主自らによる規律づけが行われることになるのである。その結果として、実際にそのように仕向けられ、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われた場合には、開示①公表前株主（の全員）が、不当な対価ではない公開買付価格と同額を受領しうることとなろう（(2)ア参照）。関連して、対象会社の「非公開化」が行われた場合であっても、（それを不当な対価ではない公開買付価格（少なくともそのうちの対象会社の株式の客観的価値）と同額に近似する金額に平均化しうるとして<sup>331)</sup>）「主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主」になってしまった投資家が実際には（それほど）存在しないということになり、同様にそのような株主になりかねないことを懸念する（および実際にそのような株主になってしまったことがある）投資家が「我が国の株式市場自体に不満を抱く」という事態（第一項一(三)(2)イ参照）は（ある程度）引き起こされなくなるとも言えるかもしれない（ただし二(三)(3)参照<sup>332)333)</sup>。以上、申立権の行使による規律づけが開示①公表前株主自らによって行われ、その結果、二つの効率性が実現されることによって、便益（第一項一(一)(2)イ、(三)(2)イ、二(三)(1)、本項一(一)参照）が（ある程度）もたらされることにも思われるのである。

#### イ 開示①公表前株主の費用と時間に係る問題

しかし、第一項一において整理した学説の一部はおそらく、開示①公表前株主の大部分が、申立権の行使に係る費用と時間を負担することが困難な投資家であり、実際に申立権を行使することを期待しえない、ということを前提にしていると思われる（第一項一(一)(2)エ参照）。

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

この点について、確かに、JCOM 最高裁決定の下では、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合に、端数処理手続を経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であるとして決定してもらえるということを予測しうるし、実際に決定してもらうことができたように思われる（(二)(1)(イ)参照）。しかし、取得価格（公正な価格）が実際にいくらであると決定されるか、ひいては、その公正な価格と（通常であれば公開買付価格と同額である）前記金額との差額がいくらであるかまでは必ずしも予測しえないかもしれない<sup>334</sup>）。また、その差額を（ある程度は）予測しうるとして、対象会社の株式をそれほど多く保有していなかったがために当該差額が少なくとも申立権の行使に係る費用を上回るよう<sup>335</sup>）当該権利を行使することとなる株式の数を増やそうと開示①公表前株主が考えたとしても、（開示①公表後に）そのために株式を買い増す<sup>336</sup>）のに必要な資金を用意しえないかもしれない。以上からすれば、開示①公表前株主の大部分は、申立権の行使に係る費用と時間を負担することが困難な投資家であり、実際に申立権を行使することを期待しえない、と認めるように思われる。そして、実際にそうだとすれば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合であっても、（公開買付けに応募せず、172条1項1号が規定する要件を充足して、）開示①公表前株主のうちの一定数が申立権を行使することは必ずしも見込まれえない（期待しえない）ということになり、アにおいて前述したような、開示①公表前株主自らによる規律づけは（十分には）行われなくなる。

#### ウ 開示①公表後株主による規律づけに対する期待

イにおいて前述したことからすれば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、開示①公表前株主ではなくて、開示①公表後株主が申立権を行使することを期待するべきである、ということになる<sup>337</sup>）。この点について、投資ファンドのような投資家であれば、イにおいて前述した意味での申立権の行使に係る費用と時間を負担することが困難ではなく<sup>338</sup>）、申立権を行使するために開示①公表後に対象会社の株式を取得する

(開示①公表後株主となる)ことを期待しうるかもしれない。もしそうだとすれば、そして、実際に開示①公表後株主のうちの一定数によって申立権が行使された場合に対象会社から現金が流出することを(二段階)買収者が相当程度嫌忌するのであれば、公開買付けが一般に公正と認められる手続などにより行われるように仕向けられることになろう(2)イおよびウ参照)。つまりは、開示①公表後株主による規律づけが行われることになるのである。その結果として、そのように仕向けられ、実際に公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われた場合には、開示①公表前株主(の全員)が、不当な対価ではない公開買付価格と同額を受領しうることとなろうか(2)ア参照)。関連して、対象会社の「非公開化」が行われた場合であっても(それを不当な対価ではない公開買付価格(少なくともそのうちの対象会社の株式の客観的な価値)と同額に近似する金額に平均化しうるとして)「主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主」になってしまった投資家が実際には(それほど)存在しないということになり、同様にそのような株主になりかねないことを懸念する(および実際にそのような株主になってしまったことがある)投資家が「我が国の株式市場自体に不満を抱く」という事態(第一項一(三)(2)イ参照)は(ある程度)引き起こされなくなるとも言えるかもしれない<sup>339)</sup>(ただし二(三)参照)。以上、申立権の行使による規律づけが開示①公表後株主によって行われ、その結果、二つの効率性が実現されることによって、便益(第一項一(一)(2)イ、(三)(2)イ、二(三)(1)、本項一(一)参照)が(ある程度)もたらされることになるように思われる。

## 二 申立権者の範囲と規律づけの限界

一において前述したとおり、確かに、第一項において整理した学説の大部分のように、規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表前に対象会社の株式を取得した者(開示①公表前株主)のみならず、その後に対象会社の株式を取得した者(開示①公表後株主)であっても、申立権を行使しうるなど<sup>340)</sup>と考える必要がある(べきである)ということになろう(一(三)(3)参照)。しかし、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと判断する

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

べきであるのかについての理由づけが十分に説得力を有しているとは言えなかつたり、その理由づけを明らかにしていない学説もある（第一項一(一)(2)ウ、エ、(二)(2)、(三)(2)ウ参照）。また、規律づけが（十分に）行われるためには、いずれの者であれば申立権を行使しうるなどと判断すべきであると考えているのかがそもそも明らかではない学説もある（二(二)(2)参照）。さらに、これらの学説は、JCOM 最高裁決定（一(二)(1)イ参照）を踏まえていないように思われる（第一章第二節第一款（第三）参照）。

そこで、同決定を踏まえた上で、一において前述したことも鑑みて、あらためて以上の二点を整理するのであれば、以下のようになるのではないだろうか。すなわち、規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかどうかは、（第三款においても後述するように、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することに対しては批判もありうるから、何らの理由もなく、拡大すればよいというのではなく、）そのように考えることによって、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合に（（二段階）買収者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の）申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれ、その結果として、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられるかどうか次第である、と整理しうるのではないだろうか。

以上を念頭に置いて、以下においては、まず、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続によって行われたと判断されるために実際に講じる必要がある（とも言える）措置や存在する必要がある（とも言える）事実について明らかにする。その上で、それらの措置が講じられ、それらの事実が存在するように仕向けるために、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかについて検討を行う（以上(一)）。さらに、（特に、（二段階）買収者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれるかどうかという観点から、）以上のような申立権の行使による規律づけの限界などについても明らかにすることを

試みる (二)。

(一) 「一般に公正と認められる手続」と申立権者の範囲

厳密に言えば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されるために実際に講じる必要がある (とも言える) 措置や存在する必要がある (とも言える) 事実、複数ありうる。したがって、申立権の行使による規律づけを行い、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向ける、ということは、それらの措置が実際に講じられ、それらの事実が存在するよう仕向ける、ということに等しい。そこで、以下では、まず、JCOM 最高裁決定やその他の裁判例を踏まえれば、実際にどのような措置が講じられ、どのような事実が存在した場合に、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されることになるのかについてその概略<sup>341)</sup>を確認する (各ア)。その上で、それらの措置が講じられ、それらの事実が存在していたかどうか、いつの時点において明らかになるのかを確認する。そして、それらの措置が講じられ、それらの事実が存在するよう仕向けるためには、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと考えるべきである (考えれば十分である) と一応は (第三款参照) 言えるのかについて検討する (以上各イ)。

(1) 「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」などの措置

ア 「一般に公正と認められる手続により行われた」と判断されるために必要な措置か

第一に、JCOM 最高裁決定は、(i)「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」、(ii)「公開買付けに応募しなかった株主の保有する」「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」(iii)「など」の<sup>342)</sup>「一般に公正と認められる手続」という表現を用いている。

これらの点について、(i)は、第三者委員会 (特別委員会) や対象会社株式についての価値算定機関からの算定書の取得などに係る措置であり、(ii)は、いわゆる (構造的) 強圧性を回避するための措置<sup>343)</sup> (の一つ)<sup>344)</sup> である、と整理し

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

うる。また、「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」との記載からすれば、「一般に公正と認められる手続」には、公開買付けを開始するに際して（以前から）講じられうるその他の措置も含まれる可能性があるだろう。したがって、例えば、（MBO に際しての実務上の対応例を列挙する）MBO 指針において列挙されているような「特別の利害関係を有する取締役を除く」「取締役及び監査役全員の承認」、「公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること」（その設定の仕方によっては<sup>345</sup>、いわゆる majority of minority（MOM）条件を設定すること）や、「MBO に際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること」<sup>346</sup>、「対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該 MBO の実施に際して行わないこと」なども<sup>347</sup><sup>348</sup>、公開買付けを開始するに際して（以前から）講じられうる措置であるから、(i)のうちの「など」か(iii)の「など」かのいずれかに含まれる可能性があると言えるように思われる<sup>349</sup>。

#### イ 講じられたかどうかが明らかになる時点と申立権者の範囲

アにおいて前述した措置は、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）において、講じられたかどうか明らかになるものであると言える<sup>350</sup>。つまりは、（株主や）投資家は、これらの措置が講じられたかどうかを、開示②が行われた後や基準日後にしか認識しえないのではなく、開示②が行われる前や基準日前であっても認識しうるのである。したがって、これらの措置が講じられなかった場合に、申立権を行使するために対象会社の株式を取得しようとする者は、開示②が行われる前に（公開買付け期間中に）取得することができなくてはならないはずである<sup>351</sup>。

以上の限りにおいて（(2)以下参照）、開示①公表後株主のうち開示②が行われる前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち開示②公表前株主）であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、申立権の行使による規律づけが行われ、これらの措置が講じられるように仕向けられる可能性があるように思われる。すなわち、開示①公表後株主のうち開示②公表後株主や基準日後

株主であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われる可能性があると言えるのではないだろうか（二(1)参照）。

(2) 成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実

ア 「一般に公正と認められる手続により行われた」と判断されるために必要な事実か

（東宝不動産高裁決定以外の）JCOM 最高裁決定以前の裁判例は、対象会社株式の客観的価値部分と二段階買収の結果として企業価値が増加する場合におけるいわゆる増加価値部分配部分とを区別して「公正な価格」を算定し、取得価格を決定していた。JCOM 最高裁決定以前の大部分の裁判例は、そのうち増加価値分配部分の算定に際しての要素の一つとして、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実に着目してきた、と整理しうる<sup>352)353)</sup>。

確かに、JCOM 最高裁決定を読む限りにおいて、公開買付けを開始するに際して講じられえない措置は、「一般に公正と認められる手続」には含まれない、ということになりそうである（ア参照）。もしそうだとすれば、成立した（終了した）公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実も、「一般に公正と認められる手続」には含まれない、ということになる。しかし、実際に大部分の裁判例がその事実に着目してきた（いる）ということなど<sup>354)</sup>に鑑みれば、申立権の行使による規律づけが行われ、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになるかもしれない。

イ その事実が存在しないことが明らかになる時点と申立権者の範囲

成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実が存在したかどうかは、(1)において前述した措置とは異なり、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）ではなく、公開買付けが終了した時点において開示②が行われることによって明らかになるものであると言える。つまりは、（株主や）投資家は、この事実が存在したかどうかを、開示②が行われる前には認識しえないのである。他方で、（通常のように基準日前に開示②が行われる限りにおいて（第一款第一項二参照）、）基準日後にしか認識しえないのではなく、基準日前であっても認識しうるのである。したがって、この事実が存在しなかった場合に、申立権を行使するために対象会社の株式を取得しようとす

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

る者は、基準日前に取得することができなくはないはずである<sup>355)</sup>。

以上の限りにおいて（(3)以下参照）、開示①公表後株主のうち基準日前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち基準日株主）であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、申立権の行使による規律づけが行われ、この事実が存在するように仕向けられる可能性があるように思われる。すなわち、開示①公表後株主のうち基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われる可能性があると言えるのではないだろうか（ただし(2)参照）。

#### (3) 公開買付価格と同額が交付されるように取得対価が設定されたという事実

ア 「一般に公正と認められる手続により行われた」と判断されるために必要な事実か  
加えて、JCOM 最高裁決定自体も着目している(iv)公開買付け「後に当該株式会社<sup>356)</sup>が」「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」かどうか、(ii)に係る措置（(1)ア参照）と一体となって（いわゆる構造的）強圧性を回避するために必要な事実であると整理しうる<sup>357)</sup>。そして、JCOM 最高裁決定がその事実に着目していることなど<sup>358)</sup>に鑑みれば、申立権の行使による規律づけが行われ、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになろう。

なお、実際に対象会社がそのように取得するためには、まずは（(5)参照）、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後、端数処理手続きを経た後に最終的には公開買付価格と同額である金額が対象会社の少数株主に対して実質的には交付されることとなるように取得対価が設定されることを内容とする議題・議案が取締役会決議により確定することが必要になろう<sup>359)</sup>。

#### イ その事実が存在しないことが明らかになる時点と申立権者の範囲

そのような議題・議案が取締役会決議により確定したかどうかは、(1)において前述した措置や、(2)において前述した事実とは異なり、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）や、公開買付けが終了した時点（開示②が行われた時点（に近接する時点））ではなく、（通常であれば）基準日後に開示④が行われることによって明らかになるものであると言える（第一款

第一項二参照)。つまりは、(株主や)投資家は、このように確定したかどうかを、基準日前や開示④が行われる前には認識しえないのである<sup>360)</sup>。他方で、株主総会決議成立が決定した後や取得日にしか認識しえないのではなく、(総会決議前である)開示④が行われた後であれば認識しうるのである。したがって、このように確定しなかった場合に<sup>361)</sup>、申立権を行使するために対象会社の株式を取得しようとする者は、株主総会決議成立が決定する前に取得することができなくはないはずである<sup>362)</sup>。

以上の限りにおいて((4)以下参照)、開示①公表後株主のうち株主総会決議成立が決定する前に対象会社の株式を取得した者(開示①公表後株主のうち総会決議前株主(基準日後株主のうち総会決議前株主))であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、申立権の行使による規律づけが行われ、このように確定するように(この事実が存在するように)仕向けられる可能性があるように思われる。すなわち、開示①公表後株主のうち総会決議後株主(基準日後株主のうち総会決議後株主)であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われる可能性があると言えるのではないだろうか<sup>363)</sup>。

(4)「一般に公正と認められる手続が実質的に行われた」という事実

ア「一般に公正と認められる手続により行われた」と判断されるために必要な事実か

JCOM 最高裁決定補足意見は、「裁判所は」「関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か」「を認定することを要し、それが認定される場合には、原則として」、「買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相当である」と述べる<sup>364)</sup>。そのような補足意見に従えば<sup>365)</sup>、「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」る((i)に係る措置((1)ア参照))だけではなく、実質的にみても、その措置が意思決定過程が恣意的になることを排除するように機能していたという事実が存在する場合であれば<sup>366)</sup>、関係当事者間取引<sup>367)</sup>が一般に公正と認められる手続により行われた、と判断されるということになる。実際に JCOM 最高裁決定補足意見およびその後の裁判

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

例がその事実に着目していることなど<sup>368)</sup>に鑑みれば、申立権の行使による規律づけが行われ、その事実が存在するよう仕向けられるべきであるということになろう。

#### イ その事実が存在しないことが明らかになる時点と申立権者の範囲

そもそも JCOM 最高裁決定以後の裁判例が、(i)に係る措置が実質的に機能していたかどうかを判断するにあたって着目している具体的事実は、例えば、対象会社「の取締役」が「第三者委員会の意見も踏まえて」公開買付者「との間で複数回にわたり公開買付価格について協議・交渉を行い」、公開買付者「が当初提案した額より増額された」公開買付価格の「金額が、市場株価法に基づく株式価値の評価の範囲よりもかなり高額である」ことなどを「株式価値算定書に基づき確認した」かどうか（国産電機地裁決定）、「全部取得手続において」「買付価格がどのような価格交渉を経て妥結されるに至ったのかについての事実経過」や、「この価格交渉経過において」「独立した第三者」や対象会社の「取締役」が「全部取得に内在する構造的な利益相反性を排除し」、対象会社「の少数株主の利益を実現するためにどのような行動をとったのか」（エスバンス地裁決定）など<sup>369)</sup>である。

このような具体的事実が存在するかどうかは、その内容の詳細さ次第では、開示①ないし⑤が行われた時点において明らかになるかもしれない。しかし、実際の開示①には、このような具体的事実の全てが記載されているわけではない<sup>370)</sup>し、開示②ないし開示⑤においても、同様である<sup>371)372)373)</sup>。

ただし、(i)に係る措置が実質的には機能していなかったという事実が存在すること（機能していたという事実が存在しないこと）が開示①ないし⑤ではない何らかの形で対外的に明らかになることはあるかもしれない。例えば、大阪高判平成27年10月29日金融・商事判例1481号28頁（以下「シャルレ高裁判決」という）に係る事案においては、公開買付け期間中に、対象会社社内窓口の法務部などに対して、同社において公開買付価格の算定手続に違法または不公正な点があった旨の内部通報が寄せられた。それを受けて同社の取締役会の決議によって第三者委員会<sup>374)</sup>が設置され、「事業計画の承認に関する意思決定過程には、

透明性・公正性に問題があり、これらの事情を総合的に考慮すれば「公開買付価格について検討していた社外取締役「らの」「利益相反行為があったという合理的疑念を払拭すること」はできない旨の調査結果が公表された<sup>375)376)</sup>。これは、(i)に係る措置が実質的には機能していなかった（と疑われる）ことが、公開買付期間中に明らかになった事案であると言えよう。したがって、(株主や)投資家は開示①が行われる前には認識しえなかった。さらに、それよりも後になってから、例えば、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後になってから取得日の前日までに（申立権行使可能期間中に）<sup>377)</sup> 何らかの形で対外的に明らかになることも（今後）ありうるかもしれない。

以上のような状況を想定するのであれば、(i)に係る措置が実質的に機能するように（この事実が存在するように）、開示①公表後であってそのように明らかになった時点から一定期間を経過するまでに対象会社の株式を取得した者（その状況次第では総会決議後株主も含む）であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになるか（ただし(Ⅱ)2参照）。

(5) 実質的な対価である現金が実際に交付されたという事実

ア 「一般に公正と認められる手続により行われた」と判断されるために必要な事実か

(3)においても前述したように、JCOM 最高裁決定自体も着目している(iv)公開買付け「後に当該株式会社が」「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」かどうかは、(ii)に係る措置（(1)ア参照）と一体となって（いわゆる構造的）強圧性を回避するために必要な事実であると整理しうる。そして、このように JCOM 最高裁決定がその事実に着目していることなど<sup>378)</sup>に鑑みれば、申立権の行使による規律づけが行われ、その事実が存在するよう仕向けられるべきであるということになる。

なお、「当該株式会社」とは公開買付けにおける対象会社であり、第二段階の全部取得を行う株式会社のことを意味していると思われる。しかし、正確に言えば、当該対象会社が全部取得条項付種類株式を全部取得することに係る取得対価は、通常、買付け等の価格と同額の金銭ではなく、定款変更により発行することが可能になった特定の種類株式であるにすぎない。そして、対象会社

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

の少数株主に対して交付されることとなる、そのうちの1株に満たない端数については、234条に基づいて、裁判所の許可を得て任意売却手続による端数処理が行われ、最終的には、（通常であれば）当該端数を購入した公開買付者（公開買付け終了後の（二段階）買収者）が「買付け等の価格と同額」になるような代金（現金）を支払うことになる（第一款第二項二③(3)ウ参照）。つまりは、公開買付け「の後に当該株式会社が」「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」を正確に言い換えれば、（通常であれば）公開買付けの後に公開買付者（公開買付け終了後の（二段階）買収者）が買付け等の価格と同額になるような代金で、全部取得条項付種類株式と引換えに対象会社株主が交付されることとなる特定の種類の株式の端数を購入し、その代金（現金）が対象会社の少数株主に実際に支払われた（交付された）場合、ということになるのではないだろうか。

#### イ 明らかになる時点と申立権者の範囲

アにおいて前述したことからすれば、その現金が公開買付者（公開買付け終了後の（二段階）買収者）から対象会社の少数株主に交付されない場合には<sup>379)</sup>、(iv)に係る事実が存在しないということになる。そして、実際に交付されない可能性が高い（高くなった）ことが、何らかの形で「取得日」前日までに（申立権行使可能期間中に）予想されるという場合もあるかもしれない。具体的には、開示①による公表が行われた後や<sup>380)</sup>、それよりも後になってから、例えば、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後になってから予想される状況に至ったということも（今後）ありうるかもしれない。

以上のような状況を想定するのであれば、その現金が公開買付者（公開買付け終了後の（二段階）買収者）から対象会社の少数株主に交付される（されないということがない）ように（(iv)に係る事実が存在するように）、開示①公表後であってそのように予測される状況に至った時点から一定期間を経過するまでに対象会社の株式を取得した者（その状況次第では総会決議後株主も含む）であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになる<sup>381)</sup>。

(二) 申立権の行使による規律づけの限界など

規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表後株主であっても、(その一部であれば)申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかどうかは、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合に(二段階)買取者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれ、その結果として、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられるかどうか次第である、と整理しうる(二柱書参照)。そこで、(-)においては、まず、JCOM 最高裁決定やその他の裁判例を踏まえて、実際にどのような措置が講じられ、どのような事実が存在した場合に、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されることになるのかを確認した。その上で検討したところ、とりあえずは開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどと考えるべきである、と言えるようにも思われる。

しかし、実際にどのような措置を講じ、どのような事実が存在したかどうかは対外的に明らかになる時点が様々であること(以上(-)参照)を踏まえると、開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどと考えると、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合に(二段階)買取者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれるとは限らず、その結果として、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられるかどうか疑わしい場合もありうるように思われる。以下においてはその理由などを提示する((1)および(2))<sup>382)</sup>。

(1) 各措置は講じられるようにどの程度仕向けられるか

公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されるために実際に講じる必要がある(とも言える)措置などのうち(i)ないし(iii)の措置は、公開買付けが開始した(ことが公表された)時点(開示①が行われた時点)において、講じられたかどうか明らかになるものである((-)(1)参照)。した

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

がって、これらの措置が講じられなかった場合には、申立権を行使しようとする投資家は、公開買付期間中に（開示②が行われる前に）対象会社の株式を取得することができる。そして、公開買付けが終了し、公開買付者が対象会社株式を多数保有することとなり、もはや売却するつもりはないであろう時点と比較すれば、この公開買付期間中には、多数の対象会社株式を取得することが可能であろう<sup>383)</sup>。したがって、申立権を行使しようとする投資家が多数の対象会社株式を実際に取得して申立権を行使することになれば、対象会社からの現金の流出は相対的に多くなるであろう（(2)と対比）。つまりは、(i)ないし(iii)の措置が講じられなかった場合には、(二段階)買収者が対象会社から現金が流出することを嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが多く見込まれ、その結果として、これらの措置が講じられるように仕向けられる可能性は（相対的に）高くなるように思われるのである。ひいては、(二段階)買収者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止<sup>384)</sup>されることになるかもしれない（ただし一(二)2ア参照）。

(2) 公開買付け終了後に明らかになる事実は存在するよういどの程度仕向けられるか

他方で、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されるために実際に存在する必要がある（とも言える）事実のうち、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実（(一)2参照）、(i)に係る措置が実質的に機能したという事実（(一)4参照）は、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）ではなく<sup>385)</sup>、公開買付けが終了した（ことが公表された）時点（開示②が行われた時点）以後において、存在したかどうかが対外的に明らかになりうるものである。したがって、これらの事实在存在しなかったことが実際にその時点以後に明らかになったとしても、申立権を行使しようとする投資家は、公開買付けが（終了し、そして）成立し、公開買付者が対象会社株式を多数保有することとなり、もはや売却するつもりはないであろう時点において、成立した公開買付けに対して応募しなかった（、公開買付けが開始する前と比較すれば）少数の株主から株式を取得するほかない（成立した公開買付けに対して応募してしまった株主<sup>386)</sup>からは取得しえない）。した

がって、当該投資家は公開買付期間中であれば取得することが可能であった株式数と比較すれば少数の対象会社株式を実際に取得して申立権を行使することになるから、対象会社からの現金の流出は相対的に少なくなるであろう（(1)と対比）。つまりは、これらの事実が存在しなかった場合には、(二段階)買収者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが多く見込まれることはなく、その結果として、これらの事実が存在するように仕向けられる可能性は（相対的に）低くなるように思われるのである<sup>387)388)</sup>。

しかし、これらの事実は、不当な対価で株式を取得することが抑止されるために、存在するように仕向けられるべき事実であると（一応は）整理しうる（一(二)(2)ア参照<sup>389)</sup>）。つまりは、実際に存在しないということになれば、公開買付価格および端数処理手続きを経た後に通常それと同額が実質的には交付されるよう設定される第二段階の全部取得に係る取得対価が不当な対価となることが事前に抑止されなくなってしまうであろう事実であると（一応は）整理しうるのである。そうであるにもかかわらず、存在するように仕向けられる可能性が（相対的に）低いというのであれば、公開買付価格などが不当な対価となることを事前に抑止する、という申立権の行使による規律づけには限界がある、と言えるのではないだろうか<sup>390)</sup>。

そのような規律づけの限界を踏まえれば（その限界を（ある程度）克服するため必要となる事柄については(3)参照）、開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくとも、規律づけによってもたらされる便益の水準に影響が及ぶことはあまりないとも言えなくないように思われる。そうだとすると、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することに対しては批判もありうること（第三款参照）にも鑑みれば、むしろ開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどとまでは考えるべきではないということにもなるかもしれない<sup>391)</sup>。

(3) 規律づけが（十分に）行われるためには何が必要か

(2)において前述した規律づけの限界は、それらの事実が公開買付け終了（成

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

立) 後になって存在しないことが対外的に明らかになりうるものであり、その結果、申立権を行使しようとする投資家は、成立した公開買付けに対して応募しなかった少数の株主から株式を取得するほかない（成立した公開買付けに応募してしまった株主からは取得しえない）（という場合がある）、ということに起因して生じるものである。したがって、（新たな立法をすることなく）規律づけが（十分に）行われるようにするには（その限界を（ある程度）克服するためには）、第一に、これらの事実のうち(i)に係る措置が実質的に機能したかどうか（(一)(4)参照）が、公開買付けが開始したことが公表される時点において（公開買付けが終了（成立）する前に）明らかになるように、開示①の内容を充実させるべきである、ということになる<sup>392)</sup>。

第二に、公開買付けに対して多数の応募がなされなかった場合には、公開買付けが成立してしまい、申立権を行使しようとする投資家が応募しなかった少数の株主から株式を取得するほかないという状況に至ることがないように、そもそも公開買付けが成立しないという状況を確保する必要がある、ということになる。そのためには、これらの事実のうち成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたかどうか（(一)(2)参照）に着目するのではなく、（もし<sup>393)</sup> 着目するのであれば、公開買付けに対して多数の応募がなされたかどうかにより満たされるかどうかが決定的という点では共通しているが、満たされなかった場合には、公開買付けが成立しないこととなるという点では差異がある）MOM 条件が設定されたかどうか（(iii)に係る措置（(一)(1)参照））に着目するべきである、ということになるように思われる<sup>394)</sup>。

### 三 本款の総括

本款においては、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買収（いずれも現金対価）において、規律づけの必要性という根拠に基づいて、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することを主張する学説などについて整理を行った。そして、まずは、規律づけによってもたらされる便益とはどのようなものであるのかを明らかにした上で（第一章第二節第一款（第二）参照）、その

便益がもたらされるべきものであるのか（第一章第二節第一款（第一）参照）について検討した。また、それらの学説が踏まえていない JCOM 最高裁決定を踏まえれば（第一章第二節第一款（第三）参照）、規律づけとはどのような仕組みであるのかなどについて検討した。さらには、同決定を踏まえながら、申立権を行使しうるかどうかなどが争われてきた公表後株主、基準日後株主および総会決議後株主について別個に検討を行うのではなく、横断的に検討すること（第一章第二節第一款（第四）参照）を試みた。その検討結果をまとめた上で、学説について検討すれば以下のとおりになる。

（一）開示①公表後株主に認めることは妥当であるか

第一項において整理した学説の大部分は、規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表前に対象会社の株式を取得していた者（開示①公表前株主）のみならず、その後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）であっても、申立権を行使しうると判断するべきであると考えられるものである。そのように判断することによって、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように、公開買付け終了後の（二段階）買取者に対して規律づけが行われるということになる、と考えているとまずは整理しうる（第一項一および二参照）。そして、そのような規律づけが行われた結果、事前の効率性と事後の効率性（ただし第三款参照）とが実現されることによって一定の便益がもたらされるように思われるし、この便益がもたらされるべきものであることについての異論は（多く）ないと考えられる（第一項一（一）(2)イ、(三)(2)イ、二(一)(1)、本項一（一）参照）。

もっとも、（二段階）買取者が不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるように規律づけが行われることとなるのは、その買取者が不当な対価で株式を取得しようとするれば、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれるからであろう（一(一)(1)ア参照）。この点について、JCOM 最高裁決定を踏まえれば、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合には、申立権を行使すれば、裁判所が端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付け価格と同額である）金額を超え

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

る額を取得価格（公正な価格）であると決定するというを申立権を行使しようとする者が予測しようという状況にあると一応は言えるように思われる。したがって、実際に一定数の申立権が行使されることが見込まれる、ということになるかもしれない（一〇(1)イ参照）。

そのように見込まれるとしても、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるかどうかは、裁判所が、そのように抑止されることとなるような手続により公開買付けなどが行われた場合にのみ、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断するかどうか次第である（一〇(2)ア参照）。そのように判断する、という（運用が少なくとも今後行われるであろう）ことを前提にしてさらに検討すれば、申立権の行使による規律づけが行われ、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられる結果として、不当な対価で株式が取得されることが事前に抑止されるのは、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった（と判断された）場合に、端数処理手続きを経た後に公開買付け終了後の（二段階）買収者が支払う予定であった（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額（や裁判費用）が、当該買収者が支配することとなった対象会社から流出することを相当程度嫌忌する可能性があるからである（一〇(2)イ参照）。

なお、一般に公正と認められる手続には、公開買付け終了後ではなく、公開買付け（の開始）の時点から公開買付者および対象会社が講じうる措置などが含まれている（詳細については二(一)(1)ア参照）。したがって、JCOM 最高裁決定を踏まえる限りにおいて、申立権は、公開買付け終了後になってから初めてというのではなくて、（基本的には）公開買付け（の開始）の時点からすでに二段階買収者（および間接的にはその買収者と何らかの関係を有している対象会社の取締役）に対して規律づけを行うこととなる手法である、ということになるように思われる（一〇(2)ウ参照）。

そして、JCOM 最高裁決定を踏まえたとしても、開示①公表前株主の大部分が、申立権の行使に係る費用と時間を負担することが困難な投資家であるがために、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった

場合であるにもかかわらず、実際に申立権を行使することを期待しえない可能性がある（一(二)(3)アおよびイ参照）。したがって、開示①公表後株主が行使することを期待すべきである、ということになろう（一(二)(3)ウ参照）。

以上の限りにおいて（第三款参照）、第一項において整理した学説の大部分のように、規律づけの必要性という根拠に基づいて、開示①公表前に対象会社の株式を取得していた者（開示①公表前株主）のみならず、その後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）であっても、申立権を行使しうるなどと判断すべきであると考え（第一項一および二参照）妥当であろう<sup>395</sup>（二柱書）。

（二）開示①公表後株主のうちいずれの者に認めるべきであるのか

しかし、第一項において整理した学説には、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと判断すべきであるのかについての理由づけが十分に説得力を有しているとは言えなかったり、その理由づけを明らかにしていない学説もある（第一項一(一)(2)ウ、エ、(二)(2)、(三)(2)ウ参照）。また、規律づけが（十分に）行われるために、いずれの者であれば申立権を行使しうるなどと判断すべきであると考えているのかがそもそも明らかではない学説もある（二(二)(2)参照）。そこで、さらに JCOM 最高裁決定を踏まえてそれらの点を整理・検討すれば、以下のとおりになる。

すなわち、まずはそれらの点を整理すれば、規律づけという根拠に基づいて、開示①公表後株主のうちいずれの者であれば申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかどうかは、そのように考えることによって、（二段階）買収者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の）申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれ、その結果として、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられるかどうか次第であると整理しうる。そして、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されるために実際に講じる必要がある（とも言える）措置や存在する必要がある（とも言える）事実を（必ずしも網羅的ではないが）列挙すれば、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」などの措置（二(一)(1)ア参照）、

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実（二(一)2ア参照）、公開買付け「後に当該株式会社が」「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」という事実（二(一)3アおよび5ア参照）、第三者委員会に係る措置などが実質的に機能していたという事実である（二(一)4ア参照）。

そのうち「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」などの措置は、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）において、講じられたかどうかは明らかになるものであると言える。したがって、開示①公表後株主のうち開示②が行われる前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち開示②公表前株主）であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、開示①公表後株主のうち開示②公表後株主や基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われる可能性があると言える（二(一)1イ参照<sup>396</sup>）。

また、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実は、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）ではなく、公開買付けが終了した時点において開示②が行われることによって明らかになるものであると言える。したがって、開示①公表後株主のうち基準日前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち基準日株主）であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、開示①公表後株主のうち基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われる可能性があると言える（二(一)2イ参照<sup>397</sup>）。

さらに、公開買付け「後に当該株式会社が」「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」という事実に関連して、実際に対象会社がそのように取得するためには、まずは、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後、端数処理手続きを経た後に最終的には公開買付価格と同額である金額が対象会社の少数株主に対して実質的には交付されることとなるように取得対価が設定されることを内容とする議題・議案が取締役会決議により確定することが必要になろう（二(一)3ア参照）。そのような議題・議案が取締役会決議により確定したかどうかは、公開買付けが開始した（ことが公表された）

時点（開示①が行われた時点）や、公開買付けが終了した時点（開示②が行われた時点（に近接する時点））ではなく、（通常であれば）基準日後に開示④が行われることによって明らかになるものであると言える。したがって、開示①公表後株主のうち株主総会決議成立が決定する前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主のうち総会決議前株主（基準日後株主のうち総会決議前株主））であれば申立権を行使しうるなどとさえ考えれば、開示①公表後株主のうち総会決議後株主（基準日後株主のうち総会決議後株主）であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくても、申立権の行使による規律づけが行われ、このように確定するように仕向けられる可能性があるように思われる（二-(3)イ参照<sup>398</sup>）。

同様に、公開買付け「後に当該株式会社が」「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」という事実に関連して、端数処理手続きを経た後に公開買付価格と同額の現金が公開買付者（公開買付け終了後の（二段階）買収者）から対象会社の少数株主に対して交付されるはずであったにもかかわらず、実際には交付されない可能性が高い（高くなった）ことが、例えば、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後になってから「取得日」前日までに予想される状況に至ったということも（今後）あるかもしれない。以上のような状況を想定するのであれば、開示①公表後であってそのように予測される状況に至った時点から一定期間を経過するまでに対象会社の株式を取得した者（その状況次第では総会決議後株主も含む）であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになろう（二-(5)イ参照）。

加えて、第三者委員会に係る措置などが実質的に機能していたかどうかは、その全てが開示①ないし開示⑤には記載されていない可能性が高いかもしれないところ、例えば、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定した後になってから、何らかの形で取得日の前日までに対外的に明らかになることも（今後）あるかもしれない。以上のような状況を想定するのであれば、開示①公表後であってそのように明らかになった時点から一定期間を経過するまでに対象会社の株式を取得した者（その状況次第では総会決議後株主も含む）であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになろうか（二-(4)イ

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

参照<sup>399)</sup>。

ただし、以上のようにどのような措置を講じ、どのような事実が存在したかどうかが対外的に明らかになる時点が様々であることを踏まえると、開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどと考えるとしても、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合に（二段階）買収者が対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌するほどの数の申立権が行使されることが可能な限り多く見込まれるとは限らず、その結果として、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われるように仕向けられるかどうか疑わしい場合もありうるように思われる。そのような規律づけの限界<sup>400)</sup>を踏まえれば、開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどとまで考えなくとも、その規律づけによってもたらされる便益の水準に影響が及ぶことはあまりないとも言えなくないように思われる<sup>401)</sup>。そうだとすると、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することに対しては批判もありうることに鑑みれば、むしろ開示①公表後株主のうちいずれの者であっても申立権を行使しうるなどとまで考えるべきではないということにもなるかもしれない（二(1)および(2)参照<sup>402)</sup>）。そこで、第三款においては、申立権を行使しうる者などの範囲を拡大することに対する批判について整理・検討を行う。

※本稿は、JSPS 科研費 19K01413 の助成を受けたものである。

239) なお、暗闇への跳躍に対する配慮の必要性という実質的根拠と同様、規律づけの必要性という実質的根拠に基づいて、（開示①公表後株主のうち）基準日後株主が申立権を行使しうるなどと判断すべきであるかどうかについて述べる学説も、株式買取請求権（ひいては買取価格決定申立権）に係る暗闇への跳躍という根拠において用いられていると同様の文言または関連する文言に言及している（公表、公告など）。

もっとも、そもそも暗闇への跳躍という根拠は、基準日後株主が、組織再編などに係る株主総会決議についての議題・議案の公表によりその内容を知った（認識した）または知りえた（認識しえた）にもかかわらず、その後に対象会社の株式を取得した者であったかどうかを問題にするものであると言える。ひいては、そのよう

に知ったまたは知りえた者であれば、株式買取請求権などを行使しうるなどと判断する必要はないと考えるに際して依拠されうるものである、と整理しうる（以上、第一款第一項一、第四項一など参照）。他方で、規律づけの必要性という根拠は、そのように知ったまたは知りえた者であっても、取得価格決定申立権を行使しうるなどと判断すべきであると考えるに際して依拠されるものである、という点で差異がある。

- 240) 他方で、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買取に係る裁判例には、規律づけの必要性について明示的に言及したものはないと整理しうる。ただし、後掲（注309）参照。
- 241) エース交易地裁決定に係る事案における利益相反関係の程度に関する評価については、前掲（注62）参照。
- 242) 以上、白井・前掲（注62）105頁参照。
- 243) この点について正確には、前掲（注136）参照。
- 244) また、この点を明らかにすることによって、規律づけが（十分に）行われるようにするために、基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどと考えることに加えて、どのような運用を行う必要があるのかについても検討することができるようになる（第二項一(二)(2)イ、二(三)参照）。さらに、そのような運用を行ったとしても、規律づけが十分に行われないのであれば、申立権以外の規律づけの手法（前掲（注13）参照）について検討すべきであるということが明らかにもなる。
- 245) 以上、白井正和「友好的買取における取締役に対する規律(二)」法学協会雑誌128巻4号（2011年）1032頁～1033頁、1043頁参照。ただし、同・1034頁は、申立権行使の手續の煩雑さの問題と裁判費用の負担の問題とがあるため、「少なくとも現時点では、十分に機能しているとまでは評価できない」と述べる。
- 246) この見解の論者が、申立権の行使による規律づけが行われ、本文において述べたように仕向けられたとして、その結果として、どのような便益がもたらされることになるかと考えているのかについては、イ参照。

加えて、白井正和＝仁科秀隆＝岡俊子『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』（商事法務、2015年）42～43頁、90頁、92頁など〔白井正和〕は、「近年では日本でも、MBOの場面や支配株主による少数株主の締出しの場面における公開買付価格（または企業買取の条件等）の形成過程の公正さを審査するに当たっては、同過程において採用された利益相反回避措置、その中でも特に、第三者委員会が有効に機能したかどうかが重要な検討事項の1つであると評価されるようになってきている。そして、こうした」株式買取請求権や取得価格決定申立権に係る「裁判所の審査を通じて、日本でも、MBOの場面や支配株主による少数株主の締出しの場面において、徐々にではあるが、対象会社の取締役に対する規律付けが実現しつつあると評価することは可能かもしれない」と述べる。なお、本稿の検討対象である、利益相反構造のある二段階買取のうち、上場会社である対象会社の株式に係る過半数を超える議決権を有している株主による買取は、おそらくは「支配株主による少数株主の締出し」に該当するものと思われる。

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

- 247) 白井・前掲（注245）は、支配・従属関係のない当事者間の友好的買収（MBOを含む）の場面を検討対象としている。白井・前掲（注17）1936頁など参照。
- 248) 白井・前掲（注17）1936頁、1938頁参照。
- 249) 前掲（注197）および対応する本文参照。詳細については、同注において引用した文献を参照。
- 250) 利益相反構造のある二段階買収のうち、上場会社である対象会社の株式に係る過半数を超える議決権を有している株主による買収については、前掲（注246）参照。
- 251) 白井・前掲（注245）1085頁～1087頁参照。
- 252) ただし、前掲（注136）参照。
- 253) 「費用と時間」と「専門的な知見」との関係は明らかにされていない。もっとも、少なくとも「費用」をかけることができれば、「専門的な知見を有し」ている者に、申立権の行使に係る手続について教示してもらうことなどが可能であろう。実際、この見解の論者は、別稿において、「裁判費用の負担の問題」（前掲（注245）参照）として、具体的には「専門的な知見を有する鑑定人」の報酬すなわち「鑑定費用」などの負担の問題を挙げている。白井・前掲（注245）1033頁～1034頁、1086頁～1087頁参照。したがって、申立権が実際には行使され（え）ないことに係る根本的な原因は、「専門的な知見を有しない」ことよりも、「費用と時間のかかる」ことであるように思われる。関連して、前掲（注193）参照。そこで、以下においては便宜上、「専門的な知見を有しない」ことと「費用と時間」をかけることができないこととが同義であると理解した上で、この見解を整理することとする。
- 254) 「申立権の行使」が「過少になりがちである」と述べている箇所（(1)参照）などに鑑みれば、本文において述べたように読みうるであろうか。
- 255) 前掲（注193）参照。また、第二項一(3)イも参照。
- 256) 関連して、前掲（注210）において引用した見解も参照。
- 257) なお、この見解は、肯定説を貫き、「規律づけを促進すること」によって、「効率的な取引までもが阻害されやすくなるという社会的な費用」がかかるということを前提にしている。この点については、第三款においてあらためて検討する。
- 258) この公表が開示①ないし開示④のいずれによるものであるかは明示されていない。もっとも、この見解は、エース交易地裁決定「のような MBO に関するケースについて、第1段階における公開買付けにかかる情報が公表され」と述べている（後掲（注260）参照）ことなどからすれば、開示①による公表を念頭に置いていると整理しうるかもしれない。
- 259) この点については、前掲（注8）および前掲（注63）参照。
- 260) もっとも、エース交易地裁決定「のような MBO に関するケースについて、第1段階における公開買付けにかかる情報が公表され、さらに当該公開買付期間も経過した後に株式を取得した者に、取得価格の実質的な不当（性）の抑止や是正を委ねるといって全く違和感がないわけでもない」とも述べている。和田・前掲（注62）5頁参照。
- 261) この点については、前掲（注108）参照。

- 262) 以上、和田・前掲(注62) 5頁参照。なお、この限定的な効果に係る指摘に賛同するものとして、笹川・前掲(注33) 471頁参照。
- 263) 以上、加藤貴仁「マツヤ最高裁決定判批」ジュリスト1518号(2018年) 103頁参照。
- 264) 本稿の検討対象である、利益相反構造のある(二段階)買収の一つである。前掲(注15) および対応する本文参照。
- 265) 以上、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~215頁参照(拙稿(一)・前掲(注197) 31頁が引用されている)。
- 266) 以上、前掲(注197) および対応する本文ならびに前掲(注249) に対応する本文参照。
- 267) ただし、併せて企業価値の増加分の一定割合の分配を(少数)株主に保障する非公開化が行われるように規制することが、事後の効率性の実現を阻害しないかどうかについては議論の余地がありえよう。詳細については、拙稿(一)・前掲(注197) 53頁参照。
- 268) この点については、藤田・前掲(注22) 441頁~444頁参照。
- 269) 加藤・前掲(注265) 212頁以下参照。
- 270) 主観的価値、客観的価値(非公開化が行われなかった場合の子会社の企業価値に基づく株式の価値)や(著しく)不当な対価の関係については、第二項一(二)(3)アおよびウ参照。
- 271) 加藤・前掲(注263) 103頁参照。
- 272) 鳥山恭一「マツヤ最高裁決定判批」金融・商事判例1526号(2017年)(鳥山①) 1頁、鳥山恭一「同決定判批」法学セミナー755号(2017年)(鳥山②) 111頁、辰巳郁「同決定判批」金融法務事情2080号(2017年) 50頁、松田敦子「同決定判解」ジュリスト1516号(2018年)(松田①) 92頁、林孝宗「同決定判批」法律のひろば2018年3月号(2018年) 69頁、久保田安彦「同決定判批」私法判例リマークス57号(2018年) 91頁、福島洋尚「同決定判批」判例評論717号(2018年) 15頁~16頁、松田敦子「同決定判解」法曹時報70巻11号(2018年)(松田②) 3196頁など参照。他方で、公告後株主は総会決議後株主に相当するとは必ずしも言えないことについては、拙稿・前掲(注238) 92頁~93頁参照。関連して、第一款第二項二(三)(4)、第三項一柱書、三(二)、第四項四も参照。
- 273) 総会決議後株主は基準日後株主であるから、この見解がもし本文のように考えているとしたら、基準日後株主による規律づけが必要であるとも考えていることになる。(一)(2)エ参照。
- 274) セレブリックス地裁決定に関連しての、この見解の論者による指摘については、前掲(注145) 参照。
- 275) なお、この見解は、「特別支配株主に対する規律付けが強すぎると取引自体が行われなくなるから、売買価格決定の申立てをできる売渡株主の範囲は広ければ広いほど望ましいとはいえない」とも述べている。加藤・前掲(注263) 103頁参照。こ

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

の点については、第三款および第三章においてあらためて整理・検討する。

276) この機能については、後掲（注278）参照。

277) 飯田・前掲（注125）は、（利益相反構造のある）二段階買収に係る裁判例であるセレブリックス地裁決定を対象とする評釈であることからすれば、「企業再編」を実施する手法として二段階買収を想定していると思われる。もしそうだとすれば、「株主総会での」「多数決」の「承認」としては第二段階の全部取得に係る株主総会決議による承認が想定されているのではないだろうか。なお、セレブリックス地裁決定に係る事案においては、第一段階の公開買付けが終了した後に、公開買付者が対象会社株式の3分の2以上を保有しているという状況に至っていた（前掲（注97）に対応する本文参照）。

278) 飯田・前掲（注125）52頁は、このように確率を下げることを取得価格決定申立権（および株式買取請求権）の「スクリーニング機能」という。そして、この機能を、「経営者や支配株主の不正を阻止する」という機能とは異なるものとして位置づけている。飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）219頁など参照。もっとも、本稿の検討対象である、いずれも現金を対価とする利益相反構造のある二段階買収のようなフリーザアウトの局面においては、二つの機能は重なり合う、と少なくとも述べているように（併せ読めば）読みうる箇所として、同・3頁～4頁、39頁～40頁、228頁～229頁、326頁以下参照。

279) 以上、飯田・前掲（注125）52頁参照。このように非効率的な企業再編が多数決で承認される確率を下げる理由については、同頁において引用されている、飯田・前掲（注278）218頁～219頁、319頁など参照。

280) 飯田・前掲（注278）43頁参照。

281) 前掲（注197）、前掲（注249）および前掲（注266）ならびに対応する本文参照。

282) その他にも、「非効率的な企業再編」の一つとして、（前掲（注280）に対応する本文において引用した記述に従えば、）企業再編が行われることによって企業価値が増加するが、その増加分がその企業再編に係るコストを下回るものであるにすぎない場合において、買収者が、対象会社株式の客観的価値を下回る低廉な対価を設定し、その対価で対象会社の（少数）株主が保有する株式を取得し、その結果、その客観的価値とその対価の差額を受領するということによって、増加分を上回ったコストを補いうるということを前提にして行われるものが挙げられようか。参考となる数値例については、藤田・前掲（注202）272頁～273頁参照。関連して、拙稿（二）前掲（注197）74頁参照。

283) 前掲（注277）参照。

284) 参考となる数値例については、藤田・前掲（注202）270頁～272頁参照。

285) 以下においては、これらの対価が同義（同額）であることを前提にして、主として「不当な対価」という表現に統一し、整理・検討を行うこととする。

286) 以下においては、「対価を低く抑える」ことのないようにするということ（一（一）（2）A参照）などが、「不当な対価で株式を取得することを事前に抑止する」と同義

であることを前提にして、主として後者の表現のみを用いて、整理・検討を行うこととする。

なお、(特に開示①公表前)株主の全員が不当な対価で取得されてしまうことが決定した後に、その全員(または一部)が申立権を行使し、不当な対価と「公正な価格」との差額を受領することによって、「事後に」不当な対価で取得されたことによる(いわば)損害を填補されることと、「不当な対価で株式を取得すること」が「事前に抑止」されることによって、(特に開示①公表前)株主の全員がその対価で取得されなくて済むという状況に至ることとは一応は区別しうる。そして、これまで引用してきた学説は、抑止といった表現を用いていることからすれば規律づけが行われることによって、後者の状況に至ることを前提としていると整理しうるように思われる。また、前者の状況に至った場合であっても、(特に開示①公表前)株主全員(または一部)が自ら申立権を行使するのであれば(ただし第二項一(2)イ参照)「事前の効率性」は((申立権の行使に係る費用と時間とがかかってしまうなど(後掲(注386)参照)の問題があるので)ある程度は)実現されるように思われるが(開示①公表後株主が申立権を行使する場合については後掲(注339)参照)、他方で、買収によって企業価値が減少するものその減少分を補うためにすでに不当な対価で取得し終えたという状況に至ってしまっているのであるから、「事後の効率性」は実現されていないであろうことに注意を要する。

287) 前掲(注277)参照。

288) ただし、一(2)アにおいて整理した見解によれば、取締役に対する規律づけの手法であると考えることになろう。前掲(注246)および対応する本文参照。いずれに対する規律づけの手法であると考えるかに係る差異については、第二項一(2)ウにおいて後述する。

289) 不当な対価で株式を取得することが抑止されれば、企業価値を増加させる企業再編が行われることとなる可能性が高くなるであろうことについては、藤田・前掲(注202)281頁および285頁参照。

なお、飯田・前掲(注125)53頁は、(一)において引用したように述べた後、一(2)アにおいて整理した見解が述べるところの「規律づけは、会社法429条1項に基づく損害賠償請求など他の制度でも可能であり、規律づけの必要性を理由に申立適格を拡張すべきではない」とも述べている。そのことからすれば、一において紹介した見解が言及していた規律づけと関連づけて、本文のように述べることもできるかもしれない。関連して、前掲(注278)も参照。また、他の手法による規律づけに係る検討を別稿で行う予定であることについては、前掲(注13)参照。

290) この懸念などについては、第三款において検討する。

291) ただし、この見解は、少なくとも、開示①公表前株主のみではなく、開示①公表後株主のうち基準日株主であっても、申立権を行使しうると判断しなければ、規律づけが(十分に)行われぬ、と考えているとは整理しうるように思われる。

292) どのような場合に例外的に行使しうると判断するべきであると考えているかについては、前掲(注128)参照。

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

- 293) この機能について、松本・前掲（注128）226頁は、藤田・前掲（注202）261頁、275頁～277頁を引用している。詳しくは、後掲（注296）参照。
- 294) この時点については、本稿の検討対象である二段階買収の場合であれば、開示①による公表がなされた時点であると考えていると思われる（第一款第三項一（一）1参照）。ただし、前掲（注128）参照。
- 295) 他方で、この見解は、（本稿の検討対象とは異なり）「対価が株式であるその他の組織再編等においては、組織再編等の結果生じる新たな経営体制に関与する趣旨で、当該組織再編等の事実が明らかになった後に株主となった者によるチェック機能（それは当該組織再編等の後の新しい株式を保有するということによってなされるし、当該組織再編等の条件を改めて検証した結果、最終的には株式買取請求権の行使という形でなされることもありうるであろう。）が果たされるべきと考えることには十分に合理的な理由があると考えられる」とも述べる。以上、松本・前掲（注128）226頁、228頁、232頁参照。
- 296) この見解が引用している（前掲（注293）参照）藤田・前掲（注202）275頁～277頁とその前提となる270頁～274頁とを併せみれば、株式買取請求権によるチェック機能は、株式を対価とする（ただし同・277頁参照）企業再編（のうち合併）が行われることによって企業価値が増加するにもかかわらず、（少数）株主に対するその増加分の分配の仕方の問題がある場合のみならず、企業価値が減少する場合にも果たされることが想定されていると読みうる。この見解がそのことを前提にしているとして、二（二）において前述したことをも踏まえるのであれば、この見解が言及しているチェック機能は、（本稿の検討対象である（利益相反構造のある）二段階買収において企業再編の相手方となる）公開買付け終了後の（二段階）買収者が不当な対価で株式を取得することを事前に抑止するための規律づけと同義である、と整理しうるように思われる。なお、この見解と同様に藤田・前掲（注202）を引用していることに鑑みれば、このチェック機能と規律づけとが同義であることを前提にしているように思われる見解として、加藤・前掲（注263）103頁参照。
- 297) 前掲（注296）において述べたことからすれば、この見解は、開示①公表前株主が申立権を行使することによって、そのようなチェック機能（規律づけ）が果たされ（行われ）、その結果として、（少なくとも）事後の効率性が実現されることによって企業価値を増加させる（、二段階買収における第二段階の）全部取得がなされるという便益がもたらされる、と考えているということになるように思われる。
- 298) 前掲（注254）や（注274）に対応する本文および前掲（注291）など参照。
- 299) もっとも、「チェック機能は取得価格を争うという形でしか果たされない」ことが、その結論の根拠として妥当であるのかどうかは疑わしい。なぜならば、もし（前掲（注13）参照）そのような「形でしか果たされない」のであれば、そうであるからこそ、「取得価格を争う」ことを目的として一定数の申立権が行使され、その結果として、そのようなチェック機能（規律づけ）が十分に果たされる（行われる）ようにするために（第二項一（二）参照）、開示①公表後株主であっても申立権を行使しうると判断するべきであるという考え方もありうるように思われるからであ

る。したがって（ただし第一款参照）、この見解は説得力を有するものではないように思われる。

- 300) 前掲（注197）において引用した文献および対応する本文参照。
- 301) 公開買付価格と同額である現金が交付されない場合もありうることについては、第一款第四項二(→)2イ、本項二(→)3および5参照。
- 302) 前掲（注194）参照。
- 303) 申立権の行使に伴う裁判手続に係る費用を上回ることもでも予測しうるとは必ずしも言えないかもしれない（詳細については3イ参照）が、少なくとも費用の一部が補填される程度の差額を受け取ることができるということを予測しえれば、ある程度の数の申立権が行使されるかもしれない。
- 304) 本文において述べたような予測をしえないにもかかわらず、申立権を行使してみたところ、裁判所が、そのように取得価格を決定するという場合もないわけではないかもしれない。しかし、その一方で、申立権を行使してみたところ、裁判所が、申立権を行使した者が不当な対価であると考えていた額と同額（またはそれ未満の額（第三款など参照）を「公正な価格」であると算定し、取得価格を決定する可能性もないわけではないとしたら、申立権を行使する誘因は、規律づけが行われるほど十分なものにはならないように思われる。また、本文において述べたような予測をしえないとして、そうであるにもかかわらず、実際に申立権が行使された事例においては、不当な対価で株式を取得することが「事前には」抑止されなかった可能性があるということになろう。この点については、前掲（注286）参照。
- 305) 前掲（注64）参照。
- 306) 他方で、JCOM 最高裁決定以前の裁判例が、どのような要素に着目してどのように公正な価格を算定してきたのかについては、森・濱田松本法律事務所編・前掲（注125）340頁～367頁参照。前掲（注125）も参照。
- 307) その他に講じられているかどうかや存在するかどうかに着目される可能性がある措置や事実などに係る詳細については、後掲（注312）において引用する裁判例および二(→)参照。なお、以下においては、そのような措置や事実を含める趣旨で、便宜的に、「公開買付け『など』が一般に公正と認められる手続により行われる」と表現することとする。同様の表現を用いている裁判例として、大阪高決平成29年11月29日金融・商事判例1541号35頁（以下「ウライ高裁決定」という）参照。また、後掲（注310）参照。
- 308) なお、JCOM 最高裁「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①）24頁～25頁参照。また、藤田友敬「JCOM 最高裁決定判批」論究ジュリスト20号（藤田②）（2017年）93頁、高原知明「JCOM 最高裁決定判解」法曹時報70巻11号（2018年）3157頁なども参照。また、親会社のみならず一定数の株式を保有している者は、同決定が言及する「多数株主」に含まれると考えられるから、それらの者による買収

### 利益相反構造のある二段階買取における株式価格決定申立権者の範囲（3）

についても、同決定の射程は及ぶと思われる。前掲（注15）参照。

- 309) なお、高原・前掲（注308）3156頁は、「本決定は、少数株主の利益に配慮した実務上の運用が適切に行われた事案において、当事者が自主的に定めた取引条件を尊重する判断をしたことなどを通じて、本決定の趣旨に沿った適切公正な企業再編等を促進しようとしたものと思われる」と述べる。
- 310) JCOM 最高裁決定補足意見は、「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」と述べる。
- 311) 後掲（注312）において引用する裁判例は、それらの事案が MBO に係るものであると認定している。
- 312) 特に、東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁（以下「サイバード高裁決定」という）を参照。詳細については、拙稿「サイバード高裁決定判批」法学（東北大学）75巻2号（2011年）100頁参照。そのような手続により行われなかったと判断した裁判例であると（そのような手続の内容次第では（前掲（注307）参照）整理しうるかもしれない、東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁（以下「レックス・ホールディングス高裁決定」という）、サンスター高裁決定、CCC 地裁決定も参照。そのように整理しうるかもしれないことについては、レックス・ホールディングス高裁決定に係る後藤元「平成二〇年度会社法関係重要判例の分析〔上〕」商事法務1872号（2009年）6頁、CCC 地裁決定に係る永亦真生「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）9頁～10頁など参照。
- なお、公開買付価格と同額である金額を超える金額を取得価格であると決定した東宝不動産地裁決定、JCOM 地裁決定および JCOM 高裁決定については、あらためて第三款において整理する。
- 313) この点について、（二段階）買取が一定の手続により行われなかった場合に、裁判所自らが公正な価格を算定するに際して（前掲（注310）参照）、公開買付価格と同額である金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると必ず決定すべきである、と述べる学説は現時点においては無いと思われる。田中・前掲（注214）231頁～237頁など参照。ただし、従前の学説として、田中亘「MBO における『公正な価格』」金融・商事判例1282号（2008年）21頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス最高裁決定判批〔下〕」商事法務1877号（2009年）30頁（注100）参照。
- 314) 以上、それらの裁判例については、森・濱田松本法律事務所編・前掲（注125）353頁～357頁参照。
- 315) ただし、どのような場合に公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかったと判断されるかどうかは、必ずしも明らかではない。特に、二-(1)、(2)および(4)参照。したがって、予測しようという状況にあるとは言えない可能性もないわけではない。
- 316) JCOM 最高裁決定以後の裁判例には、現時点において、公開買付けなどがそのような手続により行われなかった場合であると判断し、公開買付価格と同額である

金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると算定したものはない。なお、そのような手続、すなわち、「利益相反排除措置あるいは公開買付手続の公正さのいずれかが否定された場合の考え方は」、本決定に係る「残された最大の問題である」と指摘するものとして、藤田②・前掲（注308）95頁参照。関連して、高原・前掲（注308）3158頁～3159頁も参照。

- 317) どのような場合に公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断されるかが明らかであるかどうかは、(1)イにおいて前述した予測可能性の観点から別途問題になりうる事柄であり（前掲（注315）参照）、本文において述べた事柄とは異なることに注意されたい。
- 318) 詳細については、拙稿(一)・前掲（注197）29頁～30頁、田中亘『会社法（第2版）』（2018年、東京大学出版会）647頁、玉井利幸「JCOM 最高裁決定批判」金融・商事判例1543号（2018年）4頁など参照。ただし、二(三)3参照。
- 319) 現時点において、JCOM 最高裁決定以後の裁判例が、どのような場合に公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われたと判断しているかに係る詳細については、二(一)参照。
- 320) 前掲（注62）、（注64）など参照。
- 321) 申立権を行使した者に対して取得価格（公正な価格）を支払わなければならないのは、公開買付け終了後の（二段階）買収者（第一段階の公開買付者）ではなくて、対象会社である。172条参照。また、第一款第四項二(一)2イ参照。
- 322) ただし、（端数処理手続きを経て実質的には交付されることになる金額が公開買付価格と同額である場合、）公開買付け終了後の（二段階）買収者と対象会社とを併せ考えれば、実際に流出する金額は、公開買付価格と同額である金額と取得価格（公正な価格）との差額（や裁判費用）であるにすぎない。したがって、そのような現金の流出が実際に相当程度嫌忌されるためには、まずは、（その差額が多額になるように裁判所が取得価格（公正な価格）を決定することはないという限りにおいて（1)参照、）相当数の申立権が行使されることが見込まれることが必要になろう。詳細については、二(二)参照。また、公開買付けなどを一般に公正と認められる手続により行った場合に行わない場合（以上の差額）よりも多く支払わなければならない（不当でない）金額の総計と以上の差額の総計とを比較して、後者の方が多くなることが見込まれることも必要であろう。
- 323) 第一項一(二)1において引用した見解は、誰に対して規律づけを行うための手法である、と考えているかについて明らかにしていないが、「不公正な」「取得」対価「が設定されることに対する抑止」と述べていることからすれば、おそらく公開買付け終了後の（二段階）買収者に対するものであると考えているように思われる。
- 324) 同額でない（とならない）場合については、二(一)3および5参照。
- 325) MBO 指針5頁などにおいては「基本的には、MBO では取締役が自ら対象会社の株式を取得する」とされている。具体的に言えば、二段階買収の形式で行われるMBO においては、対象会社の取締役が、第一段階の公開買付者に出資しているという関係などを有している状況で株式を取得する、という場面が想定されよう。水

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（商事法務、2010年）17頁など参照。支配株主（である親会社）のように一定数の対象会社株式を保有している者による二段階買収については、前掲（注15）参照。

- 326) 公開買付者と何らかの関係を有していることにより、当該措置を講じるかどうかなどに係る対象会社の取締役会決議に加わることができないとされる可能性のある取締役の範囲については、森・濱田松本法律事務所・前掲（注125）743頁～747頁など参照。
- 327) 公開買付者と何らかの関係を有していない、このような取締役が存在するのであれば、申立権は、取締役全員に対して規律づけを行う手法である、ということにはならないであろう。ただし、このような取締役が（買収者から要求されなくとも）自発的に当該措置を講じたり、一定の事実を存在させたりするという場合もあるかもしれない。二(一)(1)、(3)および(5)参照。この場合に、対象会社から現金が流出することを（買収者ではなく）このような取締役自身が相当程度嫌忌することによるから実際にそのように講じるなどするのである、というのであれば、申立権は、買収者に対してのみではなく、このような取締役に対して規律づけを行うための手法でもある、ということになろう。詳細については第三款において述べる。
- 328) もっとも、後述するように、一般に公正と認められる手続の一つとして（前掲（注307）参照）、公開買付け終了後に二段階買収者が（対象会社の（その他の）取締役を通じて）講じうる措置なども存在する（二(一)(3)参照）。したがって、申立権は、公開買付け（の開始）時点のみにおいて、二段階買収者に対して規律づけを行う手法である、というわけではない。
- 329) 前掲（注327）参照。
- 330) JCOM 最高裁決定が（「規律づけの必要性」という根拠に依拠しているかどうかについては必ずしも明らかではないが（前掲（注309）参照）、端数処理手続きを経た後に交付されることとなる金額ではなく、公開買付価格と同額を取得価格（公正な価格）であると決定していることに鑑みても、本文のように述べるかもしれない。
- 331) この点に関連しては、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。
- 332) 他方で、実際には公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合で、しかも対象会社株式の全部取得がなされるときにも、（公開買付けに応募せず、172条1項1号が規定する要件を充足して、）開示①公表前株主自らが申立権を行使するのであれば、（開示①公表前株主の全員ではなく、行使した者のみではあるが）端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定してもらえることになる（(1)イ参照）。その結果として、（イにおいて後述するような費用と時間に係る問題があることが原因となって行使しない者がいないという限りにおいて、）対象会社の「非公開化」が行われた場合であっても、（それをその額（少なくともそのうちの対象会社の株式の客観的価値）に近似する

金額に平均化しうるとして)「主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主」になってしまった投資家が実際には(それほど)存在しないということになり、同様にそのような株主になりかねないこと(および実際にそのような株主になってしまったことがある)投資家が「我が国の株式市場自体に不満を抱く」という事態は(ある程度)引き起こされなくなると言えるかもしれない。後掲(注339)と対比されたい。ただし、前掲(注286)も参照。

- 333) なお、この点については、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(三・完)」法学(東北大学)77巻2号(2013年)168頁以下も参照。
- 334) 森・濱田松本法律事務所・前掲(注125)354頁~356頁参照。
- 335) 前掲(注194)参照。
- 336) 前掲(注227)参照。
- 337) 他方で、暗闇への跳躍に対する配慮の必要性という根拠に基づく限りにおいて、(開示①公表前株主自らが申立権を行使するのであれば、)開示①公表後株主であっても申立権を行使しうると考えなくても、二つの効率性は実現される可能性が高いということに注意を要する。第一款第四項二参照。
- 338) ただし、前掲(注334)に対応する本文において前述した点を踏まえれば、取得価格(公正な価格)が実際にいくらであると決定されるか、ひいては、その公正な価格と端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる(、通常であれば公開買付価格と同額である)金額との差額がいくらであるかを(ある程度は)予測しうるという状況にあることが本文において述べることの前提となる。
- 339) 他方で、実際には公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われなかった場合で、しかも対象会社株式の全部取得がなされるときに、申立権を行使するために開示①公表後に対象会社の株式を取得しようとする者(開示①公表後株主となろうとする者)は、取得後に実際に申立権を行使することとなる株式についての株式取得原価の総計と裁判所によって決定される取得価格(公正な価格)の額の総計との差額を得られるとしても、その差額を得るためには申立権の行使に係る費用を負担せざるをえない。また、申立権を行使したことによって一定の利益を得られないのであれば、そもそも申立権を行使しようとは考えないであろう。したがって、その者は、(開示①公表前株主と同様、その差額がその費用を上回るかどうかまでは予測しえないかもしれない(前掲(注338)参照)が、上回ることを予測しうるとして、)その費用を勘案したとしても、申立権を行使したことによって一定の利益を得られるような株式取得原価でしか対象会社の株式を取得しようとはしないのではないだろうか。その結果、そのような株式取得原価に相当する市場価格で開示①公表前株主が当該投資家に対象会社の株式を売却することによって得られることとなる金額は、端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる(、通常であれば公開買付価格と同額である)金額を超える額であったとしても、開示①公表前株主自らが(開示①公表後に対象会社の株式を買い増ししえたとして、)その上で、費用をかけて(アおよびイ参照)申立権を行使することによって得られる金額と比較すれば少ない、ということになろうか。もしそうだとすれば、対象会

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

社の「非公開化」が行われた場合に、（それをその金額（少なくともそのうちの対象会社の株式の客観的価値）に近似する金額に平均化しうるとして）「主観的価値よりも低い価格で強制的に株式を取得される株主」になってしまった投資家が実際には（それほど）存在しないということになり、同様にそのような株主になりかねないこと（および実際にそのような株主になってしまったことがある）投資家が「我が国の株式市場自体に不満を抱く」という事態が引き起こされなくなる水準は、開示①公表前株主自らが申立権を行使する場合と比較して低い、ということになるかもしれない。前掲（注332）と対比されたい。

- 340) 前掲（注127）参照。十市崇「サンスター 高裁決定判批〔下〕」商事法務1881号（2009年）18頁も参照。
- 341) いずれの措置などが「一般に公正と認められる手続」に含まれると考えるべきであるか（およびその理由づけ）については検討せず（ただし、後掲（注348）、（注354）、（注358）、（注368）および（注378）ならびに対応する本文においては、不当な対価の抑止とも関連して（一）(2)ア参照）、多少の言及または整理をしている。また、(二)(3)も参照）、これまでの裁判例や学説において着目するべきであると考えられてきた（ことがある）と一応は言える措置などに沿って以下の検討を行う。
- 342) なお、JCOM 最高裁決定については、本文のように、(i)の措置が、公開買付けなどが一般に公正と認められる手続により行われた、と判断されるために必要である措置の一つである、と考えていると読みうるだけではなく（同決定補足意見も参照）、(i)の措置と一般に公正と認められる手続とが独立の要件である、と考えているとも読みうることにについては、藤田②・前掲（注308）92頁、内田修平「M&Aにおける公正な価格と利益相反排除措置」法学教室448号（2018年）95頁参照。
- 343) 田中亘編『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）232頁～234頁〔飯田秀総〕など参照。なお、レックス・ホールディングス最高裁決定なども、この措置に着目したと整理しうる。
- 344) 後掲（注357）に対応する本文参照。
- 345) 「MBO を行う取締役やその他利害関係を有する者以外の者が保有する株式の過半数や3分の2以上が応募しないと成立しないような水準に設定する」方法である。MBO 指針19頁参照。なお、どのような者が「利害関係を有する者」とされるべきかについては、拙稿・前掲（注333）204頁～205頁（注529）参照。他方で、現在の実務については、内田・前掲（注342）99頁参照。この点については、加藤・前掲（注265）220頁以下も参照。
- 346) なお、金融商品取引法施行令8条1項は、公開買付期間を最短で20日と定めている。この点について、東証編ガイドブック・前掲（注41）215頁は、「公正性を担保するための措置の例として」「公開買付期間を比較的長期（30営業日以上）に設定すること」を挙げている。実際、JCOM 最高裁決定を引用しているエスパンス地裁決定は、公開買付期間が「31営業日」と設定されたことについて、「少数株主による応募判断の機会を長めに確保するとともに」、公開買付者「以外の者にも買付け等を行う機会を確保するための措置」であるとし、「意思決定過程が恣意的にな

- ることを排除するための相応の措置が講じられていたと認める」にあたって要素の一つとして着目している。同決定「理由」第3の2参照。
- 347) MBO 指針14頁～19頁参照。また、(i)および(ii)に係る措置についても、MBO 指針において列挙されている。同14頁～16頁参照。なお、同指針においては、「親会社为上場子会社を完全子会社化する場合等、支配会社と従属会社の関係にある会社間で組織再編が行われるような場合については、構造上の利益相反問題が存するという点では MBO と同様であり、基本的には、MBO に関する上記の議論と同じ考え方が可能であると考えられる」とされている。同20頁～21頁参照。
- 348) JCOM 最高裁決定以前の裁判例が(i)ないし(iii)に係る措置にどの程度着目してきたかやこれらの措置の詳細については、森・濱田松本法律事務所編・前掲（注125）353頁～358頁、411頁～419頁、747頁～766頁も参照。また、(i)に係る措置および(iii)に係る措置のうち MOM 条件が不当な対価が設定されることを事前に抑止することになるかもしれない理由については、拙稿(一)・前掲（注197）、拙稿(二)・前掲（注197）、拙稿・前掲（注333）なども参照。なお、MOM 条件が設定され、多数の応募がなされたにもかかわらず、そのことに着目しなかった裁判例として、CCC 地裁決定がある。同決定「理由」第3の2(6)参照。
- 349) エスバンス地裁決定は、これらの措置が(i)のうちの「など」に含まれると理解しているようである。同決定「理由」第3の1(3)、2(2)参照。
- 350) すなわち、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴いたかどうか（ただし(4)参照）などについては、他社株府令第二号様式に係る記載上の注意(6)f、(7)、東証編ガイドブック・前掲（注41）189頁、213頁、215頁～216頁参照。MOM 条件を設定しているかどうかなどについては、他社株府令第二号様式に係る記載上の注意(6)h、東証編ガイドブック・前掲（注41）191頁参照。公開買付期間を比較的長期間に設定しているかどうかについては、他社株府令第二号様式に係る記載上の注意(6)a、東証編ガイドブック・前掲（注41）190頁参照。対抗者が実際に出現した場合に、当該対抗者が対象会社との間で接触などを行うことを過度に制限するような内容の合意などを行っていないかどうかについては、東証編ガイドブック・前掲（注41）215頁参照。公開買付けに応募しなかった株主が保有する株式も公開買付けに係る買付けなどの価格と同額で取得する旨が明示されているかどうかについては、東証編ガイドブック・前掲（注41）189頁、214頁～215頁参照。
- 351) ただし、取得するための準備（資金調達、内部的な意思決定など）を行うには、公開買付期間が（iii)に係る措置が講じられていたとしてもなお）短いということがあるかもしれない。
- 352) 他方で、東宝不動産地裁決定および東宝不動産高裁決定は、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされなかったことに着目しなかった（そのことを問題視しなかった）、とも整理しうる。詳細については、拙稿「東宝不動産高裁決定判批」金融・商事判例1523号（2017年）5頁参照。
- 353) 以上、森・濱田松本法律事務所・前掲（注125）354頁～356頁、763頁参照。また、JCOM 最高裁決定以後の裁判例として（株式売渡請求に際しての売買価格決定申

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

立権に係るものであるが）国産電機地裁決定「理由」第3の2(1)参照。

354) この点については、加藤・前掲（注265）220頁以下も参照。また、JCOM 最高裁決定補足意見も「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」という表現を用いている（ただし、この意見については、拙稿・前掲（注22）102頁～104頁において指摘した問題がある）。

なお、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実が存在しない（なされなかったという事実が存在する）場合に、裁判所が、端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなる（、通常であれば公開買付価格と同額である）金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定すると予測しうるのであれば（一〇(1)イ参照）、公開買付けに対して多数の応募がなされるような（、不当な対価ではない）公開買付価格を提示するよう公開買付者を仕向けることになるかもしれない（一〇(2)参照）。もしそうだとすれば、このような実質的な観点からしても、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになるろう。

355) ただし、取得するための準備（資金調達、内部的な意思決定など）を行うには、開示②が行われた時点から基準日までの期間が短いということがあるかもしれない。

356) 正確には、(5)ア参照。

357) （構造的）強圧性を回避するために必要である措置や事実は、取得価格（公正な価格）を決定するための基準日が取得日であると考えながらも（前掲（注214）参照）、取得日時点における対象会社株式の客観的価値および増加価値分配価格ではなく、（取得日より以前に提示されている）公開買付価格と同額を取得価格（公正な価格）であると決定するためにも必要であると言えるかもしれない。（そのように）取得価格を決定するための基準日などに係る議論については、JCOM 最高裁決定、藤田②・前掲（注308）90頁～91頁、拙稿・前掲（注22）など参照。

358) なお、以下のような実質的な観点からしても、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになるように思われる。第一に、（構造的）強圧性を回避することは、少なくとも事後の効率性を実現するためにも必要であろう。田中・前掲（注197）111頁、田中・前掲（注343）222頁以下〔飯田〕など参照。

第二に、(iii)に係る措置のうち MOM 条件の設定（(1)ア参照）や、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実が存在するかどうか（(2)ア参照）に関連しても、そのように言えるであろう。すなわち、(ii)に係る措置が講じられていた（明示されていた）にもかかわらず、(iv)に係る事実とは異なり、公開買付価格と同額未満の金額が端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなるように取得対価が設定されることを内容とする議題・議案が取締役会決議により確定し、株主総会決議成立が決定した後、端数処理手続きを経た後に最終的にその金額が対象会社の少数株主に対して実際に交付されるという事態が横行し、その事態が続くことがその後も予測されるのであれば、第一段階の公開買付けに際して、対象会社の株主（利害関係を有する者以外の株主（前掲（注345）参照）は、提示されている公開買付価格が応募したいと考えるような価格でない（不当な対価である場合もあるかもしれない価格である）としても、公開買付けに対して応募せざるを

えなくなる。つまりは、この場合には、公開買付けに対して多数の応募がなされたとしても、それらの応募は自発的なものではなかった可能性が高くなるのである。したがって、公開買付けに対して自発的な応募がなされる状況が確保されていることを当然の前提としているであろう、(iii)に係る措置のうち MOM 条件が設定され、実際にその条件を充足するほどの多数の応募がなされたかどうかや、MOM 条件が設定されないとしても、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたかどうかには着目するべきではない、ということになるのではないだろうか。つまりは、それらに着目するのであれば、公開買付けに対して自発的な応募がなされる状況を確保するためにも、(構造的) 強圧性を回避することが必要となろう。

第三に、(iii)に係る措置のうち MOM 条件が設定され、実際にその条件を充足するほどの多数の応募がなされたかどうかや、MOM 条件が設定されないとしても、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたかどうかに着目するかどうかにかかわらず、それと同額が取得価格（「公正な価格」）であると決定されるような公開買付け価格（不当な価格ではない場合もあるかもしれない価格）により公開買付けが行われた場合には、そのような公開買付け価格と同額未満の金額が端数処理手続きを経た後に実質的には交付されることとなるように取得対価が設定されることを内容とする議題・議案が取締役会決議により確定し、株主総会決議成立が決定した後、端数処理手続きを経た後に最終的にその金額が対象会社の少数株主に対して実際に交付されるという事態が生じないようにするためにも、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになろう。

- 359) 厳密に言えば、JCOM 最高裁決定は公開買付け「後に当該株式会社が」「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」と述べているが、実際に対象会社（正確には(5)ア参照）がそのように取得するためには、まずは本文において述べたような内容の議題・議案を確定する必要がある。前掲（注99）参照。
- 360) このことが、より早い段階で明らかになる場合としてありうるのは、開示②によって、公開買付け価格と同額未満の金額が交付されることとなるように取得対価が設定されることを内容とする議題・議案が取締役会決議により確定するであろうこと（付議されるであろうこと）が明らかにされる場合であろう。この場合には、(2)イにおいて前述したのと同様に考えることになる。（開示③により明らかにされた場合については、開示②か開示③かのいずれが先に行われたかなどを勘案して、別途考える必要がある。）
- 361) もっとも、飯田・前掲（注125）53頁は、前掲（注153）に対応する本文において引用した主張に対して、「二段階買収についての公表時においてキャッシュアウト対価が明示され」たことによる「買収者の予定」の「表明」「には法的拘束力があると解すべきである」と述べる（その理由として、「さもなければ強圧性の解決策として無意味だから」と述べる）。当該法的拘束力が十分に機能するのであれば、本文において述べたように確定しないという事態が生じることは、そもそも想定しづらいということになるかもしれない。もしそうだとすれば、開示①公表後株主のうち株主総会決議成立が決定する前に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

株主のうち総会決議前株主（基準日後株主のうち総会決議前株主）であっても申立権を行使しうるなどとまで考える必要はない、ということになるかもしれない（同・53頁～54頁と結論としては同様に（第一項二(2)参照）、基準日後株主であっても申立権を行使しうるなどと考えない、としても何ら問題が生じないということになるかもしれない（ただし(4)以下参照）。

しかし、当該法的拘束力に言及するに際して引用されている藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価」資料版商事法務388号（2016年）54頁は、公表されていた「キャッシュアウト対価」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」と述べている。そのような賠償を求める訴訟を提起することは、申立権の行使に係る費用と時間を負担することが困難であり、実際に申立権を行使することを必ずしも期待しえない開示①公表前株主には必ずしも期待しえないであろう（一(3)イ参照）。したがって、そもそもその拘束力を十分に機能させるためには、開示④公表後株主であってもそのような訴訟を提起することができる、と解する必要があるかもしれない（が、そのように解することが可能であるかどうかはあらためて検討する必要がある）。

- 362) ただし、取得するための準備（資金調達、内部的な意思決定など）を行うには、開示④が行われた後から株主総会決議成立が決定する時点までの期間（299条参照）が短いということがあるかもしれない。
- 363) 後掲（注388）参照。
- 364) この点について、『『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」と述べる学説もある。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）1頁参照。藤田②・前掲（注308）93頁～94頁なども参照。そのことに関連して、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、JCOM 最高裁決定を批判する。
- 365) エスバンス地裁決定「理由」第3の1(3)参照。第二段階において株式売渡請求が行われ、売買価格決定申立権が行使された事案に係る国産電機地裁決定「理由」第3の2(1)や、第二段階において株式併合が行われ、株式買取請求権が行使された事案に係る京都地決平成29年6月9日金融・商事判例1541号43頁（以下「ウライ地裁決定」という）「理由」第3の2(3)ウ(イ)も参照。
- 366) 具体的にどのような場合であれば、「関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われた」と判断されることになるかについては、イ参照。
- 367) なお、JCOM 最高裁決定補足意見は、第一段階の公開買付けを含む二段階取引（買収）をもって「関係当事者間取引」と表現していると読みうる。この点において、「公開買付けが一般に公正と認められる手続により行われた」かどうかには言及する同決定法廷意見とは異なる。関連して、前掲（注307）参照。
- 368) なお、「一般に公正と認められる手続」に係る各措置は、少なくとも不当な対価

で株式を取得されることを抑止するために講じられるものであるはずである（一(二)(2)参照）。したがって、それらの各措置（特に(i)に係る措置）が、実際に抑止することができるように実質的に機能しなければならない、ということになる。このような実質的な観点からしても、本文において述べたように言えるであろう。

- 369) ウライ地裁決定「理由」第3の2も参照。なお、このような具体的事実が存在すれば、(i)に係る措置が実質的に機能したと判断してよいかどうかについては検討の余地がある。拙稿・前掲（注15）参照。
- 370) 平成27年5月1日付国産電機株式会社「意見表明報告書」（開示①）、平成27年3月9日付株式会社積水工機製作所「意見表明報告書」（開示①）など参照。ただし、平成27年11月11日付ウライ株式会社「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」（開示①）も参照。

なお、特に開示①のうち適時開示において、(i)に係る措置についてどの程度詳細な記載がなされるよう要求されているのかに係る一部（、さらには、それが妥当であるのか）については、東証編ガイドブック・前掲（注41）、拙稿「MBO等に関する適時開示内容とその見直し等についての考察」関西商事法研究会編『会社法改正の潮流』（2014年、第一法規）228頁～230頁参照。

- 371) 平成27年5月20日付株式会社積水工機製作所「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の全部の取得に関するお知らせ」（開示④）、平成27年6月24日付国産電機株式会社「マーレジャパン株式会社による当社株主に対する株式等売渡請求の承認に関するお知らせ」（開示⑤に対応）参照。ただし、平成28年1月8日付ウライ株式会社「株式併合並びに単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更等に関するお知らせ」（開示④に対応）なども参照。（いずれにおいても、基本的には、開示①において記載されていた事柄が再度記載されている。）
- 372) その他、実質的に機能していると言えるために必要であると考えられる事実として、拙稿・前掲（注352）6頁～7頁、拙稿・前掲（注238）71頁～73頁、内田・前掲（注342）96頁～100頁なども参照。もっとも、本稿において引用してきたいずれの開示①ないし⑤においても、その事実は記載されていない。関連して、藤田②・前掲（注308）94頁は、「たとえば、株価の算定を依頼された財務アドバイザーに対して会社が提出した資料に虚偽のあるいは不完全な内容が含まれていたとすれば、利益相反排除措置が実質的に機能しているとは言え」ないと述べる。
- 373) なお、エスパンス地裁決定「理由」第3の3(2)は、前掲（注369）に対応する本文において引用した事実経過などは（裁判過程においてですら）明らかではない、と述べる。
- 374) この委員会は、(i)に係る措置のうちの第三者委員会ではなく、本文中の以下において引用する調査に係る報告を対象会社取締役会に提出することを依頼された委員会である。シャルレ高裁判決「理由」第3の2(5)参照。
- 375) 平成20年10月31日付株式会社シャルレ「当社株式に対する公開買付けに関する賛同意見表明に至るまでの手続経過等の調査に関する第三者委員会調査結果の報告について」参照。

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

- 376) なお、この事案においては、最終的に公開買付けが成立しなかったため、非公開化（MBO）は頓挫した。したがって、実際には申立権が行使される状況には至らなかった。シャルレ高裁判決「理由」第3の2(7)オ参照。当該判決を検討したものとして、拙稿「シャルレ高裁判決判批」法学80巻4号（2016年）76頁など参照。
- 377) 前掲（注220）参照。
- 378) なお、実質的な観点からしても、その事実が存在するように仕向けられるべきであるということになるように思われる理由については、前掲（注358）参照。実際に公開買付価格と同額である金額の現金が交付されなくなること（イ参照）と構造的強圧性との関係については、松尾ほか・前掲（注1）36頁など参照。
- 379) 前掲（注106）および対応する本文参照。
- 380) 実際、シャルレ高裁判決に係る事案においては、（第三者委員会の調査報告後（前掲（注375）参照）であり、）公開買付期間中に、三菱東京 UFJ 銀行が公開買付者に対して公開買付けに係る決済に要する資金につき融資を行わない旨を決定した旨の連絡を行った。そして、その旨は、公開買付届出書（開示①）の訂正届出書により公表された。シャルレ高裁判決「理由」第3の2(7)ア参照。このような場合には、公開買付価格の支払いも端数処理手続き後の実質的な対価である現金の支払いもなされないことが予測される状況に至ったということになる。
- 381) 後掲（注388）参照。
- 382) 併せて、このような規律づけの限界を（ある程度）克服するために必要な情報開示の充実などについて提示することを試みる（(3)）。
- 383) なお、公開買付けの申込みに対してすでに応募した株主であっても、公開買付期間中であればいつでも契約を解除できる（金融商品取引法27条の12第1項）。したがって、公開買付けが開始する前に（開示①が行われる前に）対象会社の株式を取得していた者（開示①公表前株主）が、公開買付けの申込みに応募した後に、公開買付価格よりも高値で売却することができる機会があるのであれば、契約を解除して、そのような高値で売却する、という行動をとる可能性はある。
- 384) 前掲（注286）、前掲（注322）および一(二)(3)ウ参照。
- 385) 後掲（注387）参照。
- 386) なお、(iii)に係る措置のうち MOM 条件が設定されなかったがために公開買付けに対して多数の応募がなされなかったにもかかわらず公開買付けが成立したという状況では（(一)(2)参照）、仮に多数の応募がなされたという事実が存在しなかったから公開買付価格が不当な対価であると言えるとして（前掲（注354）参照）、（自らの投資行動に沿って応募したのであれば問題視する必要はないのかもしれないことはさておき、）公開買付けに応募してしまった株主は、不当な対価を支払われてしまったということになるとも言えよう。そして、これらの株主は制度上申立権を行使しえないから、そのように支払われてしまったことにより生じた（と言えるとして、その）損害を申立権の行使により填補しえない、という問題もある。関連して、前掲（注286）および後掲（注388）参照。
- 387) ただし、(i)の措置が実質的に機能していなかったこと（および(iv)に係る事実のう

ち端数処理手続きを経て交付されるはずであった公開買付価格と同額である（となる）金額の現金が交付されない可能性が高くなったこと（(一)5参照）については、何らかの形で公開買付期間中に明らかになることはあるかもしれない（前掲（注375）および対応する本文（ならびに前掲（注380）参照）。実際に明らかになる可能性が高い（(3)参照）のであれば、(1)において前述した(i)ないし(ii)の措置と同様に、それらの事実は存在するよう仕向けられる可能性が（相対的に）高くなるであろう。

388) 成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実（(一)2参照）および(i)に係る措置が実質的に機能したという事実（(一)4参照）とは異なり、公開買付けが開始した（ことが公表された）時点（開示①が行われた時点）において明らかにならない事実のうち(iv)に係る事実（(一)3参照）は、開示④公表後株主などであっても申立権を行使しうるなどと考えることによって、存在するよう仕向けられる可能性が（相対的に）高いように思われる。その理由を説明すれば以下のようにならないだろうか。

一方で、まず確認すべきは、不当な対価で株式を取得することが事前に抑止されるという観点からすれば（前掲（注286）参照）、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実（(一)2参照）および(i)に係る措置が実質的に機能したという事実（(一)4参照）が存在しなかった場合に、（もし制度上それができるとして）申立権が行使されれば、通常であれば公開買付価格と同額である金額を超える額を取得価格（公正な価格）であると決定される（(一)1参照）べきである株式は、公開買付けに対して応募されなかった株式のみではなく、公開買付けが開始した時点において開示①公表前株主によって保有されていた株式全てである、という点である。なぜならば、それらの事実が存在しなかった場合には、そもそも公開買付価格が不当な対価である（可能性が高い）と考えるのであれば、その価格で公開買付けに対して応募されてしまった株式についても、（もし制度上それができるとして）申立権が行使されればそのように決定されるべきである、ということになるように思われるからである（前掲（注354）および（注368）参照）。ところが、実際の制度上、公開買付けに対して応募してしまった者は、応募してしまった株式について、申立権を行使しえない（前掲（注386）参照）。つまりは、(二段階)買収者は、公開買付価格と同額である金額を超える額を、公開買付けに対して応募してしまった株式については支払わなくてよいのである（ただし前掲（注13）参照）。その結果、それらの事実が存在しない場合に、(二段階)買収者が公開買付価格および端数処理手続きを経た後にそれと同額が実質的には交付されることとなるよう設定される取得対価を不当である（可能性が高い）金額（となるよう）に設定した場合に得られる差額（不当ではない金額と不当である（可能性が高い）金額との差額）の総計と、成立した公開買付けに対して応募されなかった株式を全て取得した開示②公表後株主などがその株式全てについて実際に申立権を行使する場合（があるとしてそのとき）に当該株主などに支払われなければならない差額（公開買付価格と同額である金額と取得価格（公正な価格）との差額（前掲（注322）も参照））の総計のみとを較量すれば、前者の方が多額であるという場合がありうるかもしれない。

### 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

そうだとすれば、(二段階)買収者は、(申立権の行使に対する裁判費用を勘案しても、)実際に申立権が行使されて対象会社から現金が流出することをそれほど嫌忌することはないかもしれないから、それらの事実が存在するように仕向けられる可能性は(相対的に)低くなるであろう。

他方で、(iv)に係る事実のうち(→)3)において前述した事実が存在しない場合に、実際に申立権が行使されれば(後掲(注390)参照)、裁判所は、少なくとも公開買付価格と同額を取得価格(公正な価格)であると決定するであろうということを前提にすると(前掲(注221)参照)、まず確認すべきであるのは、申立権が行使されれば、公開買付価格と同額を取得価格(公正な価格)であると決定される(一)(1)参照)べきである株式は、公開買付けが開始した時点において開示①公表前株主によって保有されていた株式全てではなく、成立した公開買付けに対して応募されなかった株式のみである、という点である。なぜならば、その事実が存在しなかった場合には、そもそも公開買付価格ではなく、端数処理手続きを経た後に実質的には(それが不当ではない対価であるとして)公開買付価格未満の金額が交付されることとなるように設定された取得対価が不当な対価であるということになり、そのような取得対価が交付されることとなる、成立した公開買付けに対して応募されなかった株式のみについて申立権が行使されればそのように決定されるべきである、ということになるように思われるからである(前掲(注358)参照)。その結果、その事実が存在しない場合に、(二段階)買収者が取得対価を(それが不当ではない対価であるとして)公開買付価格未満の金額という不当な金額に設定した場合に得られる差額(不当ではない金額と不当である金額との差額)の総計と、公開買付けに対して応募されなかった株式を全て取得した開示②公表後株主などがその株式全てについて実際に申立権を行使する場合(があるとしてそのとき)に当該株主などに支払われなければならない差額(公開買付価格と同額である金額と取得価格(公正な価格)との差額(前掲(注322)も参照))の総計とは、同額になるであろう。したがって、(二段階)買収者は、(申立権の行使に対する裁判費用を勘案すれば、)実際に申立権が行使されて対象会社から現金が流出することを相当程度嫌忌することになるかもしれないから、それらの事実が存在するように仕向けられる可能性は(相対的に)高くなるであろう。

なお、(iv)に係る事実のうち(→)5)において前述した事実についても、以上と第一款第四項二(→)2)イ、前掲(注327)および第三款とを併せみれば、同様に言えるように思われる。

- 389) 実質的な観点からしても、そのように言えることについて、前掲(注354)および(注368)参照。
- 390) もっとも、これらの事実が実際に存在しなかったことに着目して、公開買付け終了後に、申立権を行使しようとする投資家が少数の対象会社株式を実際に取得して、申立権を行使することはありえよう。しかし、この場合、申立権の行使による規律づけが行われることによってもたらされる便益の水準は低くなるように思われる。その理由については、前掲(注339)参照。前掲(注286)も参照。関連して、前掲

(注260)において引用した見解も参照。

なお、(前掲(注388)において前述したことからすれば、その可能性は低いように思われるが、もしその可能性があるとして)(二段階)買取者が、そのように申立権が行使されることによって対象会社から現金が流出することを相当程度嫌悪するのならば、第二段階の全部取得が実施されない(中止される)という事態に至ることになるか。この場合には、申立権の行使による規律づけが行われ、確かに、公開買付けに対して応募しなかった株主は、端数処理手続きを経た後に(それが不当な対価であるとしてそのような)公開買付価格と同額である(となる)金額を交付されることとなる取得対価という不当な対価を支払われることを事前に抑止されたことになろう(前掲(注286)参照)。しかし、すでに公開買付けが成立し、公開買付者が保有することとなった対象会社株式の割合次第では、その株式が上場廃止になりかねない、というリスクに直面することになるように思われる。そのようなリスクが生じうることに鑑みても、このように申立権の行使による規律づけが行われることによってもたらされる便益(特に事前の効率性が実現されることによりもたらされる便益)の水準はそもそも低いと言えるかもしれない。

391) ただし、前掲(注388)参照。

392) (i)に係る措置が実質的に機能したかどうかについて裁判所が判断する際に(これまでのところ)重視された要素は(→4)イ参照)、(重視されるべきであるのか、さらには、重視されるべきであるとしてもそれだけで足りるのかについては、別途検討が必要であることはさておき(前掲(注369)参照)、)開示①において公表されるべきであるということになろう。関連して、拙稿・前掲(注333)202頁、拙稿・前掲(注370)228頁～232頁参照。

393) ただし、この点についての裁判所の姿勢をうかがわせるものとして前掲(注348)および(注352)参照。また、JCOM地裁決定「理由」第3の2(3)エも参照。なお、MOM条件が設定されることによって生じうる弊害については第三款において検討する。

394) MOM条件が設定された場合において、公開買付けに対して多数の応募がなされなかったときには、そもそも公開買付けが成立しないから、公開買付価格が不当な対価であったとしても、公開買付けに応募していた株主に対してその対価が支払われることが抑止されたことになろう。関連して、前掲(注386)参照。また、その結果として、前掲(注390)において言及した問題も生じなくなる。

なお、成立した公開買付けに対して多数の応募がなされたという事実が存在したかどうかに着目することと、MOM条件が設定されたかどうかに着目することに係る帰結の差異について述べるものとしては、森田果「集団的意思決定と法」金融研究30巻4号(2011年)211頁～213頁参照。

395) この限りにおいて(第三款参照)、第一項三において整理した学説は妥当ではないが、その他の学説(第一項一および二参照)は妥当である、ということになろう。

396) この限りにおいて(本文中の以下および第三款参照)、第一項一および二において整理した学説はいずれも妥当ではない、ということになろう。

利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲（3）

- 397) この限りにおいて（本文中の以下および第三款参照）、第一項一において整理した学説は妥当ではないが、第一項二において整理した学説（前掲（注291）も参照）は妥当である、ということになる。
- 398) この限りにおいて（本文中の以下、第一款および第三款参照）、第一款第三項一四において整理した見解が妥当であるということになる。また、前掲（注292）に関連して、前掲（注128）も参照。
- 399) この限りにおいて（第一款および第三款参照）、第一款第三項三(一)(2)において整理した見解が妥当であるということになる。そして、このように理解するのであれば、開示①公表後株主はいずれの者であっても、172条1項1号または2号における株主に該当し、（1号が定める要件を満たす限りにおいて）申立権を有するし、開示①公表後株主であることのみを理由にしてその行使が権利濫用に当たるとされることもなく、申立権を行使した場合には、株式取得原価または公開買付価格を上限として公正な価格が算定されることもない、ということになる。
- 400) そのことからすれば、第一項一(二)において引用した見解（前掲（注262）に対応する本文参照）は、結論として妥当であるということになる。
- 401) そのことからすれば、総会決議後株主であっても申立権を行使しようと判断しなければ、抑止効果が弱められる、ということを前提にしているとも読みうる第一項一(三)において引用した見解は妥当ではない可能性もある。ただし、その限界を（ある程度）克服しうる可能性もないわけではないように思われることについては、二(二)(3)参照。
- 402) この限りにおいて（第三款参照）、第一項一および二において整理した学説はいずれも妥当ではない可能性がある、ということになる。ただし、前掲（注388）参照。