

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（1）

——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

第一節 問題の所在

第一款 株式価格決定申立権者の範囲に係る会社法の規定

第二款 株式価格決定申立権を行使しうるかどうかなどが争われてきた者

第一項 基準日後株主

第二項 公表後株主

第三項 総会決議後株主

第四項（通知）公告後株主

第二節 本稿の問題意識と課題の設定など

第一款 本稿の問題意識（先行研究との差異）

第二款 課題の設定

第三款 検討の進め方

第一項 本稿の検討対象

第二項 検討の順序

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

第一款 会社法の沿革

第二款 文理解釈

第三款 株式買取請求権と議決権との結び付き

第四款 小 括

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

第一項 総 論

一 裁判例・学説を整理・検討するにあたっての留意事項

二 二段階買収に際して行うよう求められる情報開示

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（1）

第二項 裁判例とその整理

- 一 裁判例の決定要旨（基準日後株主は申立権を行使しうるか）
- 二 裁判例の整理 （以上本号）

第一章 序 論

第一節 問題の所在

第一款 株式価格決定申立権者の範囲に係る会社法の規定

上場会社（以下「対象会社」という）の株式に対する公開買付け（金融商品取引法27条の2以下）を第一段階とし、第二段階として全部取得条項付種類株式の全部取得という手法を用いて、現金を対価としてその株主の大部分を対象会社から締め出した事例（いずれも現金を対価とする二段階買収）に係る裁判例は多くある（その一部については第二章第二節第一款第二項参照）。また、平成26年会社法改正後は、第二段階として、特別支配株主による株式等売渡請求や株式の併合といった手法を用いた事例に係る裁判例も現れている（第三章以下参照）¹⁾。それらの裁判例の多くは、対価である現金の額に不満のある対象会社の株主が、全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権（会社法²⁾ 172条）、株式等売渡請求に係る売渡株式の売買価格決定申立権（179条の8）、株式の併合の対象となった株式のうち1株に満たない端数となるものの全部の株式買取請求権ひいては買取価格決定申立権（182条の4・182条の5）³⁾ など⁴⁾ を行使して、それらの株式の取得価格など（「公正な価格」）⁵⁾ を決定することを申立てた事案に係るものである。

もっとも、対象会社の株主がそれらの価格決定申立権（以下、各申立権など⁶⁾ をまとめて「株式価格決定申立権」ということもある）を行使するためには、自身が以下の株主に該当する者でなければならない。すなわち、取得価格決定申立権については、全部取得に係る「株主総会に先立って当該株式会社による全部取得条項付種類株式の取得に反対する旨を当該株式会社に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該取得に反対した株主（当該株主総会において議決権を

行使することができるものに限る。)] (172条1項1号) か、「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」(172条1項2号) かのいずれかに該当する者でなければならない。売買価格決定申立権については、「売渡株主」(「株式売渡請求によりその有する対象会社の株式を売り渡す株主」)(179条の8第1項(179条の2第1項2号)) に該当する者でなければならない。また、株式の併合に係る株式買取請求権(ひいては買取価格決定申立権)については、併合に係る「株主総会に先立って当該株式の併合に反対する旨を当該株式会社に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該株式の併合に反対した株主(当該株主総会において議決権を行使することができるものに限る。)] (182条の4第2項1号) か、「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」(182条の4第2項2号) かのいずれかに該当する者でなければならない⁷⁾。

第二款 株式価格決定申立権を行使しうるかどうかなどが争われてきた者

第一項 基準日後株主

対象会社の株主は、自身が各条文において定められている株主に該当する者でなければ、株式価格決定申立権を行使しえないことになる(第一款参照)。もっとも、それらの条文文言の解釈次第で、株式価格決定申立権を行使しうる(またはしえない)株主の範囲は大きく変わりうる。

特にこれまでの裁判例の多く(第二章第二節第一款第二項一参照)において争われてきたのは、主として取得価格決定申立権に係る「議決権を行使できない株主」(172条1項2号)という文言の解釈である。すなわち、第二段階としての全部取得条項付種類株式の全部取得に係る株主総会についての基準日(124条)後に対象会社の株式を取得した者(基準日後株主⁸⁾)は、基本的には議決権を行使しえない株主であり⁹⁾、実際にも行使しえないのであれば、「議決権を行使できない株主」に該当すると言えそうである。しかし、後述するように、そもそも平成17年会社法制定時には、その者が「議決権を行使できない株主」に該当するかどうかそもそも議論されていなかったようである(第二章第一節第一款参照)。したがって、その点¹⁰⁾が争われることとなったのである。

第二項 公表後株主

また、(二段階)買収に係る何らかの(詳細については第二章第二節第一款第一項二および第二項など参照)公表後に対象会社の株式を取得した者(公表後株主¹¹⁾)は、各条文において定められている株主に該当する者であるとされて取得価格決定申立権などを有するとしても、その行使は権利濫用に当たる、とされて実際には行使しえない(以下併せて「行使し」えないということがある)、と考えるべきであるという主張がなされてきた。さらには、実際に行使しえたとしても、裁判所によって決定される取得価格(「公正な価格」)などは、その者の株式取得原価または第一段階の公開買付けにおける公開買付価格を上限とする、と考えるべきであるという主張もなされてきた(以上のような主張がなされた裁判例については第二章第二節第一款第二項など参照)。

第三項 総会決議後株主

その他にも、第二段階としての全部取得条項付種類株式の全部取得に係る株主総会決議(成立決定)後に対象会社の株式を取得した者(総会決議後株主)は、各条文において定められている株主に該当する者であるとされて取得価格決定申立権を有するとしても、その行使は権利濫用に当たる、とされて実際には行使しえない、と判断するかのように読みうる裁判例などもある(第二章第二節第一款第二項など参照)。

第四項 (通知) 公告後株主

加えて、「売渡株主」(179条の8第1項)という文言の解釈が争われたとも言えるであろう最決平成29年8月30日民集71巻6号1000頁(以下「マツヤ最高裁決定」という)は、株式売渡請求について対象会社が承認(179条の3第1項)した旨などの(通知または)公告後に売渡株式を譲り受けた者(公告後株主)は、売買価格決定申立権を行使しえない(「申立てをすることができない」と判示している)。

第二節 本稿の問題意識と課題の設定など

第一款 本稿の問題意識（先行研究との差異）

第一節第二款において前述した裁判例などに係る先行研究（学説）は多数存在している。そして、それらの裁判例および先行研究は、形式的根拠（第二章第一節など参照）に加えて、実質的根拠のいずれかまたは複数を提示するなどした上で、基準日後株主などであっても株式価格決定申立権を行使しうるかどうかなどに係る結論を述べている。実質的根拠とは、大別すれば、「暗闇への跳躍に対する配慮の必要性」、「規律づけの必要性」および「権利濫用、機会主義的行動や投機の弊害などへの対処の必要性」という根拠である（第二章第一節第四款および第二節など参照）。しかし、それらの実質的根拠に関連して、裁判例および先行研究には以下の問題があると考えられる。

第一に、それらの根拠がどの範囲の者のどのような利益をどのような方法で保護することを目的としたものであるのかが必ずしも明らかにされていない場合がある。しかし、それが明らかにされなければ、それらの根拠を提示するなどした上で述べられている結論がその利益を保護するのに十分なものであるのかについて検討することができない。また、それが明らかにされなければ、そもそもその利益を保護すること自体が必要なかどうか、ひいては、その根拠を提示するなどした上で述べられた結論がそもそも妥当なのかどうかについても検討することはできない。

第二に、それらの根拠において用いられている文言、例えば、「機会主義的行動」といった文言が、具体的に何を意味しているのかが明らかではない場合が多い。しかし、それが明らかにされなければ、株式価格決定申立権者の範囲を狭めることによって（特に現時点で（第三参照））その行動に対処することがそもそも必要であるのか、ひいては、その根拠を提示した上で述べられた結論がそもそも妥当なのかどうかなどについても検討することはできない。

第三に、先行研究の大部分は、平成26年会社法改正、最決平成28年7月1日

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（1）

民集70巻6号1586頁（以下「JCOM 最高裁決定」という）や平成29年税制改正以前（または直後）に執筆されたものであり、当然のことながらそれらの改正などを踏まえてはいない。しかし、それらの改正などは、後述するように、実質的根拠のうち「規律づけの必要性」および「権利濫用、機会主義的行動や投機の弊害などへの対処の必要性」に係る議論に大きく影響するものであり、十分に踏まえらるべきものである。

第四に、先行研究の大部分は評釈形式のものであるため、主として、評釈対象の裁判例において株式価格決定申立権を行使しうるかどうかなどが争われた者（第一節第二款において挙げた、公表後株主、基準日後株主、総会決議後株主など）それぞれについてのみ検討を行っている（第二章第二節第一款第三項など参照）。しかし、各実質的根拠は、いずれの株主についても、その者が申立権を行使しうるかどうかなどの検討に際して実際に提示などがされているものもあるし、提示されていなくても問題になりうるものである。したがって、それらの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によって、それらの根拠ひいては裁判例や先行研究の結論の妥当性など（第一および第二参照）をより明らかにすることができるように思われる。

第五に、実質的根拠を提示するなどして、全部取得条項付種類株式、株式等売渡請求、株式の併合という手法に係る株式価格決定申立権をどの範囲の者が行使しうるかどうかなどに係る検討を（別個にはなく）横断的かつ詳細に行っている先行研究はあまりない¹²⁾。確かに、実質的根拠は主として、現金を対価として対象会社の株主の大部分を締め出すという目的で二段階買収における第二段階に用いられる手法である全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権をどの範囲の者が行使しうるかどうかなどが争われた裁判例やそれらについての評釈形式の先行研究において提示などがされてきたものである。しかし、前述したように、同様の目的で、第二段階として株式等売渡請求、株式の併合の手法が用いられる場合もある（第一節第一款参照）。実質的根拠それぞれを提示するなどして保護すべきであると考えられ（てい）る利益を（できる限り）もれなく保護することができるように（第一参照）、という観点からすれば、その

ような場合に備えて、実質的根拠に基づいて株式価格決定申立権をどの範囲の者が行使しうるかどうかなどを横断的に検討するべきである、ということになるのではないだろうか。

第二款 課題の設定

本稿は、第一款において前述した第一から第五までの問題意識に沿う分析視角でもって、裁判例および先行研究（学説）の整理・検討を行うことを課題とする¹³⁾。具体的な条文との関係で言えば、第一節第一款において引用した各条文の文言の解釈を検討するものである。

第三款 検討の進め方

第一項 本稿の検討対象

本稿は、第一款において前述した二段階買収（いずれも現金対価）のうち、利益相反構造があり、第二段階として全部取得条項付種類株式または株式売渡請求の手法が用いられた買収を主たる検討対象とする。その理由などについては以下のとおりである。

第一に、実質的根拠のうち特に「暗闇への跳躍に対する配慮の必要性」に関連する暗闇への跳躍という根拠は、買収に係る何らかの公表前に対象会社の株式を取得した者（何らかの公表前株主）の利益を保護することを目的とする根拠であると整理しうる（第二章第二節第一款第一項一および第四項参照）。もっとも、買収のうちいわば一段階買収（公開買付けを前置せず組織再編などの手法のみを用いる買収）と二段階買収とは、法令などによって行うよう求められている情報開示（の時系列など）を異にする（二段階買収について第二章第二節第一款第一項二参照）。その結果、一口に買収に係る公表前株主または公表後株主といっても、いずれの情報開示によるどのような内容の公表前に対象会社の株式を取得したのかについて大きく異なる者が含まれる可能性があるのである。したがって、一段階買収と二段階買収とは区別して検討されるべきである、ということになるが、（第三において後述するように最近の裁判例が比較的多いことから、）まずは二

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（1）

段階買収を検討対象とし、一段階買収については、その検討から得られた知見に基づいて若干言及するにとどめ、別稿において詳細な検討を行う。

第二に、利益相反構造のある二段階買収には、いわゆる MBO¹⁴⁾ と、支配株主（である親会社）のように一定数の¹⁵⁾ 対象会社株式を保有している者などが第一段階の公開買付けにおける公開買付者となる買収とを含む¹⁶⁾。そして、そのような利益相反構造のある二段階買収を主たる検討対象とするのは、そのような構造のない（とされる）¹⁷⁾ 二段階買収と比較して、実質的根拠のうち「規律づけの必要性」（第二章第二節第二款参照）がより妥当する場面であると考えられるからである。

第三に、二つの手法が用いられた上場会社の買収を主たる検討対象とするのは、当該買収に際しての株式価格決定申立権者の範囲などが争われた裁判例（第二章第二節第一款第二項およびマツヤ最高裁決定参照）とそれらに係る先行研究が多く存在するからである^{18) 19)}。もっとも、利益相反構造のない二段階買収についても、第二段階として株式併合の手法が用いられる買収についても、その検討から得られた知見に基づいて若干言及する予定である。

第四に、本稿が検討に際して踏まえることを予定している JCOM 最高裁決定は（第一款第二項（第三）参照）、いずれも現金²⁰⁾ を対価とする二段階買収に係る事案についての裁判例であった。そのような同決定の射程が、現金を対価とする公開買付けを第一段階とし、第二段階として相手方会社の株式などを対価とする組織再編による二段階買収²¹⁾ に及ぶのか、及ぶとしても対価の差異という面を踏まえればどのように及ぶのかなどについては明らかではない²²⁾。そこで、本稿は、まずはいずれも現金を対価とする二段階買収のみを検討対象とする。

第二項 検討の順序

本稿は以下の順序で検討を行う予定である。第一に、取得価格決定申立権者の範囲に係る形式的根拠（基準日後株主に係るもの）を紹介する（第二章第一節）。第二に、当該範囲などに係る実質的根拠、ひいてはそれらの根拠を提示するな

どしている裁判例および先行研究（学説）について整理・検討を行う（第二章第二節）。その際には、主として「暗闇への跳躍に対する配慮の必要性」、「規律づけの必要性」、「権利濫用、機会主義的行動や投機の弊害などへの対応の必要性」の順序で整理・検討を行う。第三に、以上の検討において得られた知見に基づきつつ、全部取得条項付種類株式と株式売渡請求との差異にも留意しながら、売買価格決定申立権者の範囲などに係る根拠および裁判例などについて整理・検討を行う（第三章）。第四に、一段階買収、利益相反構造のない二段階買収、第二段階として株式併合の手法が用いられる買収について若干の言及を行う予定である（第四章以下）。

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

本章においては、第一に、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に係る形式的根拠（基準日後株主に係るもの）を紹介する（第一節）。その上で、第二に、当該範囲などに係る実質的根拠および裁判例・学説を根拠ごとに整理・検討する（第二節）。

第一節 形式的根拠

第一款 会社法の沿革

会社法には、172条1項2号が規定する「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」と同様の文言を用いている規定（469条2項1号ロや785条2項1号ロなど）がある。株式買取請求権（ひいては買取価格決定申立権）に係るそれらの規定は議決権制限株式（を保有する株主）を想定して立法されたものである²³⁾から、それらの文言には基準日後株主は含まれない、と主張する学説もあった²⁴⁾。その主張を参照すれば、172条1項2号が規定する株主にも基準日後株主は含まれない、と理解するべきであるということになる。

第二款 文理解釈

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収のうち、第二段階として全部取得条項付種類株式の手法が用いられた事案に係る裁判例は、172条1項2号にいう「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」について、「文理上当然に議決権が制限された株式を保有する株主のみを意味するということもできない」（東京地決平成27・3・4金融・商事判例1465号42頁（以下「JCOM 地裁決定」という）および東京地決平成27・3・25金融・商事判例1467号34頁（以下「東宝不動産地裁決定」という）、「更にその種類を」「特定の種類の株主に限定する旨の規定は存在しない」（東京地決平成25・11・6金融・商事判例1431号52頁（以下「エース交易地裁決定」という）、「他に基準日後に取得した株主に取得価格決定の申立権を認めない旨の明文の規定は存在しない」（東京地決平成25・9・17金融・商事判例1427号54頁（以下「セレブリックス地裁決定」という）と述べる²⁵⁾。また、会社法の沿革（第一款参照）に関連して、学説には、「結局、否定説を採るには、条文上排除されていない帰結を否定しかつそれを一律に基準日後取得株主に及ぼしていくことを、改正に際して基準日後取得株主が議論されなかったという沿革によってどの程度正当化できるかが重要になってくる」と述べる見解もある²⁶⁾。

第三款 株式買取請求権と議決権との結び付き

加えて、株式買取請求権（ひいては買取価格決定申立権）に係る学説には、例えば、「会社法のもとでは、従前から議決権に関係する手続を行った株主だけではなく」「株主総会決議が必要とされる場合に、『当該株主総会において議決権を行使することができない株主』もが、株式買取請求権を行使することができる」から「株式買取請求権と議決権との関係が完全に分断され」た、ということ根拠として、基準日後株主は株式買取請求権を行使することができる、と主張する見解もある²⁷⁾。他方で、当該主張に対しては、「株主総会決議等を要する場合で、本来的に議決権を行使できる株主は、権利確保要件を充たす必要があり、その限りで両者の結び付きは維持されているとの批判」「が考えら

れる」と述べる見解もある²⁸⁾。なお、エース交易地裁決定は、「平成17年法律第87号による改正前の商法下とは異なり、株式買取請求権や価格決定申立権は議決権とは切り離された権利として規律されている」と述べている²⁹⁾。

第四款 小 括

会社法の沿革、文理解釈、株式買取請求権と議決権との結び付きといった根拠（第一款ないし第三款参照）の他にも、株式買取請求権（ひいては買取価格決定申立権）に係る議論においては、形式的なものであるとして大別しうるであろう根拠が提示されてきた³⁰⁾。もっとも、これらの根拠は、基準日後株主は取得価格決定申立権を行使しえないと考えることによって、反対に、行使しうるかと考えることによって、各当事者などにどのような影響を及ぼすのか（第一章第二節第一款（第一）参照）を踏まえて提示されているものではない。したがって、そのような形式的根拠のみに基づいて導出された結論はそれほど説得力を有しない、と言えるであろう³¹⁾。そこで、本稿においては、形式的根拠については以上の程度の紹介にとどめることとする。そして、基準日後株主などは取得価格決定申立権を行使しうるなどと考えることによって、反対に、行使しえないなどと考えることによって、各当事者などに及ぶ何らかの影響を踏まえて提示されているものであると（そのことを明示してはいない場合も多いので）整理する根拠（いわば実質的根拠）を中心に検討を行う（第二節以下）³²⁾。

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

第一項 総 論

一 裁判例・学説を整理・検討するにあたっての留意事項

基準日後株主が株式買取請求権（ひいては買取価格決定申立権）を行使しうるかどうかについての議論において提示されていた、いわゆる「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

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（1）

するなどして、基準日後株主が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかなどについて述べる裁判例・学説がある（第二項および第三項参照）。その暗闇への跳躍とは、以下のような根拠である。すなわち、「株主総会における議決権行使の基準日は最長で株主総会の会日の三カ月前に設定される（会社法124条2項）。そして、基準日時点では、株主総会にどのような議題・議案が提出されるかを株主あるいは株主となろうとする者は必ずしも知り得ない状況にある（会社法782条、794条、803条、299条、301条、325条参照）。したがって、株主総会における議決権行使の基準日より後に、株式を取得する者には、その株主総会においてどのようなことが決議されても、株式買取請求権の保護を与えないということは、株式を取得する者にいわば暗闇への跳躍を強いるものになる可能性がある³³⁾」というものである。

以上を読む限りにおいては、株主総会に「どのような議題・議案が提出されるか」を知ったまたは知りえたにもかかわらず、基準日後に対象会社の株式を追加取得した（買い増した）株主（「株主」）または新規に取得した者（「株主になろうとする者」）は、株式買取請求権などを行使しえない、ということになりそうである³⁴⁾。そうだとすれば、暗闇への跳躍という根拠は、実質的にみれば、（いずれかの情報開示によって）組織再編などに係る株主総会決議についての議題・議案が公表される（た）ことを重視するものであると整理しえよう。つまりは、基準日後株主が、そ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（議題・議案の公表後株主（またはいわば認識後株主））であったかどうかを問題にして、株式買取請求権などを行使しうるかどうかが³⁵⁾について判断するものである、ということになろう³⁶⁾。

以上を踏まえれば、暗闇への跳躍という根拠において用いられている「知」ったまたは「知り得」たという文言と同様のものまたは関連するものであると言える「公表」、「認識」、「知りえた」、「知った」といった文言に言及するなどしている裁判例・学説を整理・検討するにあたっては、以下の点に留意すべきであるということになると思われる。

まず、そのような裁判例・学説によれば、取得価格決定申立権を行使しようとしている基準日後株主が（いずれかの情報開示による（詳細については第二項二（二）など参照）議題・議案（の予定（第四項一参照）の公表後（または当該公表などによる認識後）に対象会社の株式を取得した者（議題・議案（の予定）の公表後株主（または認識後株主）であったかどうかを問題にして、申立権を行使するかどうかなど³⁷⁾について判断するべきであるということになるかもしれない（実際にそのように判断しているかどうかについては第二項以下参照）。

他方で、株式買取請求権に関連して提示されている暗闇への跳躍という根拠と（実質的にみれば）同様に、取得価格決定申立権を行使しようとしている者が、公表後株主（または認識後株主）であったかどうかを問題にしつつも、その根拠とは異なり、議題・議案（の予定）ではなく、他の何らかの内容が公表されたことをもし重視するのであれば、いずれかの情報開示によるその何らかの内容の公表（などによりその内容を認識したまたは認識しえた後に）対象会社の株式を取得した者であったかが問題になる、ということになる。

つまりは暗闇への跳躍という根拠において用いられているのと同様の文言または関連する文言に言及するなどしている裁判例・学説といえども、いずれの情報開示によっていずれの内容が公表されたことを重視するのかについて差異がもしあるのであれば、申立権を行使しようとしている者がいずれの時点後に対象会社の株式を取得した者であれば申立権を行使しえないなどと判断すべきであるのかについて結論を異にすることになるように思われるのである。したがって、暗闇への跳躍という根拠において用いられているのと同様の文言または関連する文言に言及するなどしている裁判例・学説を整理・検討するに際しては、そもそもいずれの情報開示によっていずれの内容が公表されたことを重視しているのかを（明らかにされていないのであれば）まずは明らかにしなければならぬことに留意すべきである。

もっとも、先行研究（学説）は以上の点に必ずしも留意してはいないようにも思われる。そこで、以下においては、以上の点に留意しながら、暗闇への跳躍という根拠において用いられているのと同様の文言または関連する文言に言

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（1）

及するなどしている裁判例・学説を整理・検討する。

二 二段階買収に際して行うよう求められる情報開示

いずれの情報開示によっていずれの内容が公表されたことを重視するのかという点（一参照）にも関連して、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際して、法令などによって行うよう求められ、実際に行われていることが多い情報開示（本稿の検討に資するものに限る）を時系列順に確認しておく³⁸⁾³⁹⁾。

（一）公開買付け開始日の前後における適時開示など（以下「開示①」という）

公開買付け開始日の前営業日⁴⁰⁾に、公開買付者「が上場会社であれば、金融商品取引所の規則に基づき、公開買付けを行うことを決定した事実について適時開示」が行われる⁴¹⁾。また、「対象会社が上場会社であれば、金融商品取引所の規則に基づき、当該公開買付けへの賛同意見表明を行うことを決定した事実について適時開示」が行われる⁴²⁾。加えて、「通常、公開買付けの開始日の午前零時に公開買付開始公告が EDINET に掲載され」、「同日中に、公開買付届出書が EDINET で」閲覧可能となる⁴³⁾。さらに、「対象会社は」、「公開買付けの開始日において、賛同を表明する意見表明報告書を提出するのが一般的であり」、その後、当該報告書は EDINET で閲覧可能となる⁴⁴⁾。

以上の開示①には、MBO など（結果的には、利益相反構造のある二段階買収）（第一章第二節第三款第一項参照）の一環として公開買付けが実施されることや公開買付価格だけでなく、第二段階として全部取得条項付種類株式の全部取得が行われる予定であること、その際には第一段階の公開買付けにおける公開買付価格と同額の対価が実質的には交付される予定であることなどが記載される⁴⁵⁾。つまりは、第二段階の全部取得に係る株主総会に「どのような議題・議案が提出されるのか」についての予定が記載されているとも言えるのである。

（二）公開買付け終了後における適時開示など（以下「開示②」という）

公開買付者「は、公開買付期間の末日の翌日に、当該公開買付けに係る応募株券等の数等につき公告または公表を行い」、「同日中に、当該内容を記載した

公開買付報告書を関東財務局に提出しなければならず、その後、当該報告書は EDINET で 閲覧可能となる⁴⁶⁾。さらに、公開買付者「が上場会社である場合には、通常、公開買付けの結果についての適時開示も、同日中に行うことになる」⁴⁷⁾。また、「対象会社においては、公開買付けの終了後、公開買付けの成立に伴い生じた親会社や主要株主の異動等に関して、遅滞なく臨時報告書を提出する必要がある」⁴⁸⁾。その後、当該報告書は EDINET で 閲覧可能となる⁴⁸⁾。加えて、「対象会社が上場会社である場合、対象会社は、公開買付けの成立に伴い、親会社、支配株主、筆頭株主、主要株主などの異動があった場合には、それらに関して適時開示を行うことが必要になる」⁴⁹⁾。

以上の開示②は、公開買付けの結果を開示対象としていると言える。そして、当該開示に係る書類には、主要株主の異動の前後における当該主要株主の所有議決権の数および総株主等の議決権に対する割合のみならず、開示①にも言及しながらその後の予定なども記載される⁵⁰⁾。

(三) 基準日設定の決定に係る適時開示など（以下「開示③」という）

「対象会社が上場会社である」場合には、「全部取得の対価として交付する種類株式」「の設定に関する定款変更、普通株式を全部取得条項付種類株式に変更する定款変更、および、全部取得条項付種類株式の全部取得にかかる決議」（466条、171条1項）「を行う対象会社の株主総会および種類株主総会において議決権を行使できる株主を定めるための基準日」（124条1項）を設定することが必要となる。そして、通常、「基準日を設定するためには、基準日の2週間前までに、当該基準日および基準日株主が行使することができる権利の内容を公告しなければならない」（124条3項）。また、「上場会社である対象会社が基準日を設定することを決定した場合には、基準日設定の決定に係る適時開示を行うことになる」ところ、「当該適時開示は、いわゆるバスケット条項」⁵¹⁾「に基づくものであるため、具体的な記載項目が規定されているわけではないものの、実務上、一般的な記載事項」の一つとして、当該株主総会の日程、付議議案がある。そして、当該適時開示には、通常、基準日設定公告における記載と同様の記載がなされるが、付議議案の詳細については決定次第改めて知らせる旨が

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（1）

記載されるにすぎないようである。とはいえ、実際には⁵²⁾、当該適時開示は開示①の存在にも（場合によっては開示②にも）言及することが多いようであり、その場合には、当該適時開示により、MBO など（結果的には、利益相反構造のある二段階買収）の一環として議案が付議される（予定である）こと、第二段階として全部取得条項付種類株式の全部取得が行われる（予定である）こと、その際には第一段階の公開買付けにおける公開買付価格と同額の対価が実質的には交付される予定であることなどが明らかにされよう。

（四）株主総会の招集決定に際しての適時開示など（以下「開示④」という）

対象会社が上場会社であり、「対象会社の取締役会で株主総会の招集を決定した場合には、（上場会社の業務執行を決定する機関が全部取得条項付種類株式の全部の取得を行うことについての決定をした場合に該当するため、）まず東証⁵³⁾ 規則に従った適時開示が必要となる」⁵⁴⁾。また、「対象会社の取締役会で株主総会の招集を決定した場合には」、「臨時報告書の提出も必要となる」⁵⁵⁾。そして、当該適時開示などにおいては、通常、MBO など（結果的には、利益相反構造のある二段階買収）の一環として議題・議案が付議されること、第二段階として全部取得条項付種類株式の全部取得が行われること、その際には第一段階の公開買付けにおける公開買付価格と同額の対価が実質的には交付される予定であることなどが記載される⁵⁶⁾。つまりは、第二段階の全部取得に係る株主総会に「どのような議題・議案が提出されるのか」がまさに記載されるのである。

（五）株主総会決議成立決定に係る適時開示など（以下「開示⑤」という）

「対象会社の株主総会で定款変更および全部取得条項付種類株式の取得に関する決議が成立した場合には」適時開示を行うことが必要である⁵⁷⁾。なお、上場会社である対象会社は、そ「の株主総会において決議事項が決議された場合には、議決権行使状況に関する臨時報告書を提出しなければならない」⁵⁸⁾。加えて、平成26年会社法改正後は、全部取得条項付種類株式の全部取得に関する公告を行わなければならない（172条2項・社債、株式等の振替に関する法律161条2項。関連して、116条3項も参照）。

第二項 裁判例とその整理

本項においては、第一項二において前述した情報開示（の時系列など）を踏まえながら、利益相反構造のある二段階買収に係る事案についての裁判例が、原則として基準日後株主であっても取得価格決定申立権を有する（し、基準日後株主などであることのみを理由としてその行使が権利濫用に当たるとされることはない、）と判断するにあたって、暗闇への跳躍という根拠において用いられているのと同様の文言または関連する文言（公表、認識など）に言及している箇所の一部を引用し、主としてその箇所の整理を行う⁵⁹⁾。

一 裁判例の決定要旨（基準日後株主は申立権を行使しうるか）

(一) セレブリックス地裁決定⁶⁰⁾

「株主⁶¹⁾が株式の全部取得に係る株主総会の基準日後に株式を取得した場合であっても、その時点において、当該株主が株主総会の議案を認識しているとは限らず、全部取得に係る株主総会決議が成立することが決定しているものでもない」。「本件基準日の設定前に株式の全部取得に係る本件株主総会の議案を公表したことや、本件公開買付けによって本件全部取得に係る本件株主総会決議の成立が確実であったことを考慮しても、申立人の本件取得価格の申立てを不合法とまで認めることはできず、その他、申立人が株式取得価格決定の申立制度を濫用し不当な投機的目的のみをもって本件基準日後に参加人の株式を取得したことを認めるに足りる証拠はない」。

(二) エース交易地裁決定⁶²⁾

「現行制度上、一定の株主総会に係る基準日の時点では、当該株主総会の議題が確定しているとは限らず、株式の全部取得等を議題とする予定であることが常に公表されているとも限らないことを併せ考慮すると、基準日後に株式を取得したことのみをもって、当該株式⁶³⁾に係る取得価格決定申立権が与えられないとまでいうことはできない。」

(三) JCOM 地裁決定⁶⁴⁾

「株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がさ

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（1）

れるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しないことを考慮すると、基準日後に取得価格決定の申立てに係る株式を取得したとしても取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない。「利害関係参加人」（対象会社）「は、本件申立てのうち、本件基準日以降又は本件株主総会における全部取得に関連する議案を公表した日以降に取得された株式⁶⁵⁾に係る申立ては不適法であると主張するが、上記の理由により採用することはできない。「上記株主総会において上記決議がされた後は、既に株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もあるものと考えられる」。

（四）東宝不動産地裁決定⁶⁶⁾

「株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しないことを考慮すると、公表後又は基準日後に取得価格決定の申立てに係る株式⁶⁷⁾を取得したとしても取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない。したがって、本件公表⁶⁸⁾後又は本件基準日後に本件株式を取得した各申立人の申立てが申立適格を欠くものとはいえず、利害関係参加人」（対象会社）「の指摘する諸事情を踏まえても、これらの申立てが権利の濫用に当たると認めるには至らない」。

二 裁判例の整理

（一）裁判例の概略

（1）基準日後株主であっても原則として申立権を行使しうる

一において引用した裁判例は、結論としては、基準日後株主であっても原則として（(2)以下参照）申立権を有する、と判断していると読みうる。また、セレブリックス地裁決定および東宝不動産地裁決定によれば、基準日後株主であることのみを理由としてその行使が権利濫用に当たるとも判断されないと整理

しえよう（一(一)および四参照)⁶⁹⁾。

そのような裁判例をさらに整理すれば、(2)以下のようになる⁷⁰⁾。

(2) 基準日後株主が一定の公表後株主であっても申立権を行使しうる

第一に、基準日後株主は、セレブリックス地裁決定によれば「株式の全部取得に係る本件株主総会の議案を公表した」後に、JCOM 地裁決定によれば「本件株主総会における全部取得に関連する議案を公表した日以降に」、東宝不動産地裁決定によれば「本件公表後」に対象会社株式を取得した者（一定の公表後株主）であったとしても、申立権を有する、と判断されることになる。また、それらの決定によれば、そのような者であることのみを理由としてその行使が権利濫用に当たるとも判断されないであろう⁷¹⁾（一(一)、三(三)および四参照。ただし(5)参照）。

(3) 基準日後株主が総会決議成立確定後株主であっても申立権を行使しうる

第二に、セレブリックス地裁決定によれば、基準日後株主が「本件公開買付けによって本件全部取得に係る本件株主総会決議の成立が確定」になった後に対象会社の株式を取得した者（総会決議成立確定後株主）であったとしても、申立権を行使しうる、と判断されることになる読みうる（一(一)参照。ただし(5)参照）。

(4) 基準日後株主が一定の公表後株主などであれば申立権を行使しえない可能性がある

第三に、エース交易地裁決定には、基準日後株主が「株主総会の議題が確定⁷²⁾」した後に対象会社の株式を取得した者（議題確定後株主）であった場合や「株式の全部取得等を議題とする予定であることが」⁷³⁾ 公表された後に対象会社の株式を取得した者（一定の公表後株主）であった場合には、（特に後者については(2)とは異なり、）申立権を行使しえない、と判断されることになる読みうる箇所もある（一(一)参照）。しかし、同決定は、申立人が実際にそのような者であったかどうかを問題にすることなく⁷⁴⁾、申立権を行使しうる、と結論づけていると整理しうる。

(5) 基準日後株主が総会決議後株主であれば申立権を行使しえない可能性がある

第四に、セレブリックス地裁決定、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁

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（1）

決定には、申立人である基準日後株主が株主総会決議成立決定後（詳細については③参照）に対象会社の株式を取得した者（総会決議後株主）であった場合には、申立権を行使しえない、と判断されることになるかのように読みうる箇所もある（一(一)、③および④参照）。とはいえ、セレブリックス地裁決定は、申立人が実際にそのような者であったかどうかを問題にすることはなく⁷⁵⁾、また、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定は、申立人がそのような者ではなかった（と判断した）⁷⁶⁾ ことを理由に、申立権を行使しうる、と結論づけていると整理しうる。

(6) 基準日後株主が議案認識後株主であれば申立権を行使しえない可能性がある

(5)までにおいて取り上げた点は、一定の事柄が確定した、公表された、決定した、確実であったというような、実際にその状態に至ったかどうかを比較的容易に判断しうる客観的な面を問題にするものとして区分しえよう。他方で、申立人が議案を認識していたかどうかは、主観的な面に係る問題であり⁷⁷⁾、容易に判断することが困難であるものとして区分しえよう。以上に関連して、セレブリックス地裁決定には、基準日後株主が「株主総会の議案を認識し」ながら対象会社の株式を取得した者（議案認識後株主）であった場合には、申立権を行使しえない、と判断されることになる読みうる箇所もある（一(一)参照）。もっとも、同決定は、申立人が実際にそのような者であったかどうかを問題にすることなく⁷⁸⁾、申立権を行使しうる、と結論づけていると整理しうる。

(7) 小 括

(1)、(2)、(3)および(5)によれば、基準日後株主であっても、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立決定前に対象会社の株式を取得した者であれば、申立権を有するし、そのような者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判断されることはない、とまずは裁判例を整理しえよう⁷⁹⁾。他方で、(5)によれば、決議成立決定後に対象会社の株式を取得した者（総会決議後株主）であれば、申立権を有しないか、申立権を有するとしてもその行使が権利濫用に当たると判断される可能性はありそうである⁸⁰⁾。

そのように整理しうる裁判例においては、公表や認識（さらに関連して、確実、

確定、決定)⁸¹⁾ といった文言、すなわち、暗闇への跳躍という根拠において用いられているのと同様の文言または関連する文言が用いられている（一参照）。
(二)以下においては、それらの文言に着目しながら裁判例に係るさらなる整理を行う⁸²⁾。

(二) 「公表」は何を意味しているのか

一において前述したように、裁判例は、「公表」という文言を多数用いているところ、結論としては、原則として基準日後株主であっても、さらにはその者が一定の公表後株主であっても、申立権を行使しうる、と判断している（(一)(2)および(4)参照）。もっとも、以下において述べるように、(各当事者の主張にもよるであろうが) 裁判例がいずれの情報開示によっていずれの内容を公表したことを「公表」と表現しているのかについては差異があるし、そもそもそのことが明らかではない場合もある。そのような裁判例において実際にどのような公表が行われたかを把握しておくことは、裁判例だけではなく、それらを評釈などの対象としている先行研究（学説）を整理・検討する際にも有用である（第一項一参照）。そこで、以下においては、その差異などについて可能な限り明らかにする。

(1) セレブリックス地裁決定

セレブリックス地裁決定は、「本件基準日の設定前に株式の全部取得に係る本件株主総会の議案を公表したこと」に言及している（(一)参照）。この点について、同決定に係る事案においては、基準日は平成25年1月31日とされており、それ以前の平成25年1月16日に基準日の設定公告（開示③）が行われている⁸³⁾。また、株主総会への付議議案が取締役会において決議され、そのことが公表されたのは、平成25年2月12日付の開示④によってである⁸⁴⁾。以上と同決定が「基準日の設定前に」と述べていることとを併せみれば、同決定は、開示③または開示④によって全部取得に係る株主総会の議案（の予定）が公表されたことを「公表」と表現してはいないであろう。他方で、開示①または開示②⁸⁵⁾によっても、そのような議案が付議される予定であることについてであれば、

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（1）

一般投資家（および株主）は認識しえた、と言えるであろう（第一項二(一)および(二)参照⁸⁶⁾。もっとも、開示②は、基準日の設定公告と同日（平成25年1月16日）またはその後に（平成25年1月25日）行われている。以上からすれば、同決定は、開示①によって全部取得に係る株主総会の議案が付議される予定であることが公表されたことを「公表」と表現しているように思われる。

(2) エース交易地裁決定

エース交易地裁決定は、「株主総会の議題が確定しているとは限らず、株式の全部取得等を議題とする予定であることが常に公表されているとも限らない」と述べている（一(二)参照）。そのように、議題の確定とは別に、議題とする予定に言及していることからすれば（一(一)および二(一)(4)参照）、開示④によって確定した議題が公表されたことを「公表」と表現してはいないかもしれない⁸⁷⁾。もしそうだとすれば、(一)において前述したことも踏まえれば、同決定は、開示①ないし開示③のいずれかによってそのような予定が公表されたことを「公表」と表現している、ということになるように思われる⁸⁸⁾。

(3) JCOM 地裁決定

JCOM 地裁決定は、「本件株主総会における全部取得に関連する議案を公表した日以降に取得された株式」に言及している（一(三)参照）。すなわち、セレブリックス地裁決定とは異なり、「基準日の設定前」という限定を付していない。したがって、(1)において前述したことも踏まえれば、JCOM 地裁決定が開示①ないし開示④⁸⁹⁾のいずれによって議案（または議案が付議される予定であること）が公表されたことを「公表」と表現しているのかは、必ずしも明らかではない⁹⁰⁾⁹¹⁾。

(4) 東宝不動産地裁決定

東宝不動産地裁決定は、「本件公表後」⁹²⁾ すなわち公開買付けが実施されることやその後の予定などの公表後「に本件株式を取得した各申立人の申立て」に言及している（一(四)参照）。したがって、同決定は、開示①⁹³⁾によって公開買付け開始とその後の予定などが公表されたことを「公表」と表現していると言える。

(三) 決議成立決定に係る整理

一において引用した裁判例は、結論としては、基準日後株主であっても原則として申立権を行使しうる、と判断していると読みうる（(一)(1)参照）。もっとも、それらの裁判例のうち、セレブリックス地裁決定、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定には、基準日後株主が株主総会決議成立決定後に対象会社の株式を取得した者（総会決議後株主）であった場合には、申立権を行使しえない、と判断されることになるかのように読みうる箇所もある（(一)(一)、(三)、(四)および二(一)(5)参照）。以下においては、そのような株主総会決議成立決定に言及している箇所などについてあらためて確認するとともにさらに整理を行う。

(1) 総会決議後株主による申立権は権利濫用に当たるとされる可能性がある

JCOM 地裁決定は、「上記株主総会において上記決議がされた後は、既に株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もあるものと考えられる」と述べる（(一)(三)参照）。この箇所からすれば、「評価される場合もある」と述べていることに鑑みれば、必ずしもそのようには言えないかもしれないが、決議成立決定後に対象会社の株式を取得した者（総会決議後株主）は、申立権を有するとしても、そのような者であることのみを理由として、その行使が権利濫用に当たる、とされることがあるのかもしれない⁹⁴⁾。

(2) 決議成立が決定したことと決議成立が確実になったこと

セレブリックス地裁決定によれば、基準日後株主が「本件公開買付けによって本件全部取得に係る本件株主総会決議の成立が確実」になった後に対象会社の株式を取得した者（総会決議成立確実後株主）であっても、申立権を行使しうる、と判断されることになると読みうる⁹⁵⁾（(一)(3)参照）。そして、同決定は、決議成立が決定することに別途言及していることからすれば、そのように決議成立が確実になったことと決定することとを区別していると言えよう。もっとも、決議を成立させることが予定されている状況においては、決議成立が確実になった時点以降であれば、決議成立決定は時間の問題であるとも言えそうであ

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（1）

る。そうであるならば、申立人が決議成立決定後ではなく決議成立が確実になった後に対象会社の株式を取得した者（総会決議成立確定後株主）であった場合には、申立権を行使しえない、と判断するという考え方もありえないわけではないように思われる。にもかかわらず、同決定は、前述のように読みうるのである⁹⁶⁾。

なお、同決定によれば、いつの時点においてそのように確実になった、と考えることになるのであろうか。この点について、同決定は「本件公開買付けによって」と述べている。そのことからすれば、公開買付け者が、第一段階の公開買付けの結果として対象会社株式の72.64%を保有し⁹⁷⁾、第二段階の全部取得条項付種類株式に係る株主総会決議を自身の議決権行使のみで成立させられる状況に至った時点において、当該決議の成立が確実になった、と考えることになるのではないだろうか⁹⁸⁾。

(3) 全部取得および取得対価の確定

正確に引用するのであれば、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定は、「株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しない」と述べている（一〇および四参照）。この点について、以下においてさらに整理を行う。

ア 取得されることおよび取得対価に係る予定とそれらの確定

第一に、両決定は、「決議がされるまで」「当該株式が取得されること」と「当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等」とが「確定しない」と述べている（この「当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等」は、「取得対価」(171条1項1号)を意味していると考えられる)。もっとも、決議がされるまで確定しないとしても、取得されることに係る予定は、決議がされる前に開示①ないし④によって（第一項二参照）、さらに交付されることが予定されている取得対価は、通常、決議がされる前に特に開示④⁹⁹⁾によって議題・議案の内容として公表されるであろう（ただしイおよびウ参照）。そのことを踏まえて、暗闘への跳躍という根拠（第一項一参照）と同様に「どのような議題・議案が提

出されるのか」に着目するのであれば、基準日後株主がそのような公表によりそれらの予定を認識しえたにもかかわらず当該公表後に対象会社の株式を取得した者である場合には、申立権を行使しえない、と判断するという考え方もありえないわけではないように思われる。にもかかわらず、両決定は、前述のとおり述べた上で、基準日後株主（のうち総会決議後株主でない者）は申立権を行使しうる、と判断しているのである（(一)(1)、(2)および(5)参照）。

イ 取得されることに係る条件付き確定

第二に、両決定は、「決議がされるまで」「当該株式が取得されること」が「確定しない」と述べていることからすれば、決議がされれば確定する、と考えているのかもしれない¹⁰⁰⁾。もっとも、「会社が組織再編等を中止することは株主総会決議の後でも起り得ることである」との指摘がある。当該指摘に従えば、決議がされても、「会社が撤回しない限り」¹⁰¹⁾ などといった条件付きで取得日（171条1項3号）に全部取得されることが確定するにすぎない、ということになる。つまりは、（決議成立が確実にした後）（2)参照、）実際に決議がされたことによって全部取得されることがさらに確実になったにすぎない、ともいえるように思われるのである。

ウ 取得対価に係る条件付き確定

第三に、両決定は、「決議がされるまで」「当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等」が「確定しない」と述べていることからすれば、決議がされれば確定する、と考えているのかもしれない¹⁰²⁾。もっとも、イにおいて前述したことを踏まえれば、「会社が撤回しない限り」などといった条件付きで取得日に交付される（173条2項1号参照）予定である具体的な取得対価が確定するにすぎない、ということになる。つまりは、（決議成立が確実になり、開示④が行われた後に¹⁰³⁾）実際に決議がされたことによって、交付される予定であった取得対価が交付されることがさらに確実になったにすぎない、ともいえるように思われるのである。

また、（以上の点をさておくとすればとりあえず）決議がされれば確定する、と考えられるのは取得対価であるにすぎない。すなわち、一において引用した裁

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（1）

判例に係る事案においてそうであったように、（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、全部取得条項付種類株式の全部取得という手法が用いられる場合、通常、取得対価は、定款変更により発行することが可能となった特定の種類株式である¹⁰⁴⁾。そして、対象会社の少数株主に対してはそのうちの1株に満たない端数が交付されることになるから、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（購入（取得）者は通常公開買付者である）が行われる。つまりは、その処理が行われた時点において、対象会社の少数株主に対して実際に交付されることとなる実質的な対価としての現金額が確定するのである。この点について、確かに、「すでにスクイーズ・アウト実務が積み重なっており、前置した公開買付けにおける買付価格と同額を基準とした価格での任意売却を申請すれば、これについて許可を受けられない可能性は現実的には低いと予想できる状況である」¹⁰⁵⁾とも指摘されている。しかし、「予想できる状況である」にすぎないことに鑑みれば¹⁰⁶⁾、決議がされたとしても、端数処理手続きを経るという条件付きで、公開買付価格と同額である¹⁰⁷⁾ 実質的な対価としての現金額が確定するにすぎない、ということになる¹⁰⁸⁾。つまりは、実質的な対価としての現金額が公開買付価格と同額となることは（決議成立が確実に、開示④が行われた後に、）実際に決議がされたことによってさらに確実にになったにすぎない、ともいえるように思われるのである。

（4）決定自体と決定の公表

セレブリックス地裁決定、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定は、決議成立が決定したことや決議がされたことが公表されたことではなく、決議成立が決定したことや決議がされたこと自体に言及している（一(一)、(三)および(四)参照）。したがって、それらの裁判例によれば、基準日後株主は、決議成立などを開示対象とする開示⑤が行われた後ではなく（第一項二参照）、決議成立が決定したまたは決議がされた後に対象会社の株式を取得した者であれば、申立権を行使しえない、と判断するということになるように思われる。

確かに、通常、両時点の間には時間的間隔はほとんどないであろう¹⁰⁹⁾ から、

いずれの後に対象会社の株式を取得した者は申立権を行使しえない、と考えるとしても、行使しえないと判断される者の範囲には差異がない場合が多いであろう。しかし、暗闇への跳躍という根拠（第一項一参照）と（ほぼ（第四項二参照）同様に「知り得ない状況にある」という点を問題視するのであれば、決議成立が決定したことを容易には認識しえない（知りえない）状況において対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使しうる、と考えるべきであるということになるのではないだろうか。そして、実際にそのように考えるのであれば、基準日後株主が、決議成立が決定したまたは決議がされた後ではなく、そのことを認識しうる状態にすることとなる開示⑤が行われた後に対象会社の株式を取得した者であれば、申立権を行使しえない、と判断すべきであるということになるように思われる。にもかかわらず、同決定は、前述のとおり言及しているのである¹¹⁰⁾。

（四） 株式取得原価または公開買付価格を上限とした公正な価格の算定

一において引用した裁判例は、結論としては、基準日後株主であっても原則として行使しうるかと判断していると読みうる（一参照）。もっとも、基準日後株主であるかどうかに関わらず、何らかの公表¹¹¹⁾後に対象会社の株式を取得した者は、そのような者であることのみを理由として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、取得価格が決定されることになるかどうかについても、裁判例において別途問題にされてきた¹¹²⁾。もしそのように公正な価格が算定されることになれば、申立人は、申立権を行使しうるとされても、行使することによって得られるはずであった（何らかの）利益（第四項など参照）を得られなくなるなどといった状況に陥る可能性もある。そうだとすれば、そのように公正な価格が算定されるかどうかという点も、申立権を行使しうるかどうかという点と併せて整理・検討されるべきである、ということになる。そこで、以下において、一において引用した裁判例と同様に（利益相反構造のある）二段階買収において全部取得条項付種類株式の全部取得という手法が用いられた事案に係る裁判例¹¹³⁾がその点についてどのように判断し

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（1）

ているかに係る整理を行うこととする¹¹⁴⁾。

(1) サンスター高裁決定¹¹⁵⁾

対象会社「は、650円の買取価格¹¹⁶⁾をもって本件公開買付けが行われることが発表された後に」、申立人¹¹⁷⁾が対象会社「の株式を取得したことをもって」、申立人「が同価格をもってスクイーズアウトを受けることを知悉しながら」対象会社「の株式を取得したというべきであるから」、申立人「については同額をもって『取得の価格』とすれば、その経済的救済として十分であると主張する。しかしながら、公開買付けにおいて公表された株式の買取価格が、取得日の公正な価格を下回るという予想のもとに、その差額を取得するために当該株式の買取価格の増額を要求することも、株式取引の手法として不当とはいえないから」、対象会社「の上記主張は採用することができない」。

(2) CCC¹¹⁸⁾ 地裁決定¹¹⁹⁾

「法が、同申立手続において裁判所が決定すべき取得価格について」、公開買付けの¹²⁰⁾「公表後取得株主¹²¹⁾」に対して決定すべき取得価格と公表前取得株主に対して決定すべき取得価格とを分けて規定していないことからすると、現行会社法は、公表後に株式を取得し、全部取得条項付種類株式の取得に反対した上、取得価格の決定申立てを行う者に対しても、公表前から株式を有する者に対するのと同様の経済的価値を補償しようとしているものと解される。したがって、公表後取得株主であったとしても、原則として、公表前取得株主と同様の取得価格が補償されると解すべきである」。

(3) 東宝不動産地裁決定

「本件公表¹²²⁾後に取得した株式¹²³⁾について定められるべき取得価格はその買付価格¹²⁴⁾を上回らない旨も主張するが、そのように解すべき積極的な理由は認められず、上記主張は採用できない」。

(4) 小 括

(1)ないし(3)において引用した箇所を読む限りにおいて、いずれの裁判例も、(おそらく開示①によって)公開買付けが開始することなどが公表された後に対象会社の株式を取得した者は、そのような者であることをのみを理由として、

公開買付価格を上限として公正な価格を算定されることはない、と判断していると言えよう¹²⁵⁾。

※本稿は、2018年度関西大学特別奨励研究費の助成を受けたものである。

- 1) 各手法を用いた締出しに係る詳細については、例えば、松尾拓也＝若林義人＝西村美智子＝中島礼子『スクイーズ・アウトの法務と税務』（中央経済社、2015年）を参照。
- 2) 以下、単に番号のみが記載されている条文は、会社法の条文である。
- 3) 対象会社の株主は、株式買取請求権を行使した上で、買取価格決定申立権を行使することとなる（182条の5第2項）。
- 4) 現在は、全部取得条項付種類株式に係る定めを設けるために定款を変更することに関連して、対象会社の株主が、株式買取請求権を行使した上で、買取価格決定申立権を行使する（116条・117条）こともありえよう。平成26年会社法改正前には、最決平成24年3月28日民集66巻5号2344頁（以下「AC デコール最高裁決定」という）の下で当該株式買取請求権については買取価格決定申立権は事実上行使されえなかったが、改正後は、同決定の下であっても行使されうるからである。その理由については、坂本三郎編「立案担当者による平成26年改正会社法の解説」別冊商事法務393号（2015年）202頁参照。

なお、取得価格決定申立権、買取価格決定申立権のいずれを行使しても、対象会社の株主にとってはさほど違いがないといわれている。仁科秀隆「株式の価格決定と個別株主通知」商事法務1976号（2012年）33頁参照。

- 5) 取得価格、売買価格のいずれも、買取価格と同様、「公正な価格」（785条1項、182条の4第1項など）を意味するものと理解されている。取得価格については、172条5項（「公正な価格」、最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁（以下「レックス・ホールディングス最高裁決定」という）など、売買価格については、179条の8第3項（「公正な売買価格」、静岡地沼津支決平成28年10月7日LEX/DB 文献番号 25544091（以下「国産電機地裁決定」という）などを参照。
- 6) 前掲（注4）において前述した株式買取請求権及び買取価格決定申立権も含む。
- 7) 前掲（注4）において前述した株式買取請求権については、116条2項1号参照。
- 8) 本稿は、厳密に言えば、基準日時点において対象会社の株式を保有しておらず、基準日後に当該株式を取得した者を「基準日後株主」と定義する。

もっとも、第二章第二節第一款第二項一において引用する裁判例では、基準日時点において対象会社の株式をすでに保有していた者（以下「基準日株主」という）が基準日後に当該株式を追加取得した（買い増した）場合に、買い増した株式について取得価格決定申立権を行使しうるかどうかなどが（も）争われた。後掲（注61）、（注63）、（注65）および（注67）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（1）

確かに、両者が申立権を行使しようとされる場合に、例えば172条1項1号か2号かのように根拠条文を異にする可能性はある（後掲（注25）、（注61）、（注63）および（注65）参照）。しかし、本稿が主として検討する実質的根拠（第二章第二節など参照）は、基本的には、（随時後述するように、）両者いずれに係る検討にあたっても同様に問題になるように思われる。実際、両者いずれについても争われた裁判例は（後掲（注63）、（注65）および（注67）参照）、両者を区別することなく、実質的根拠のうちの一部において用いられているのと関連する文言に言及している。また、基準日株主が買い増した株式に係る申立権の行使についてのみが争われた裁判例（後掲（注61）参照）も、そのような文言に言及している。

そこで、本稿は、基準日後株主に係る検討に際してそれらの裁判例を参照する。さらに、まずは申立人が基準日後株主であったと想定して裁判例・学説の整理・検討を行う。そして、当該検討から得られた知見に基づいて、（必要があれば）基準日株主が買い増した株式について申立権を行使しうるかどうかなどに別途言及する。

関連しては、株式買取請求権に係るものではあるが、「株式買取請求権の取得の要件の問題」と「買取請求権の対象が権利者の保有する株式のどの範囲に及ぶかという対象株式の確定の問題」との区別に言及する森本滋編『会社法コンメンタール18』（商事法務、2010年）100頁〔柳明昌〕も参照。

- 9) 中村直人編『株主総会ハンドブック（第4版）』（商事法務、2016年）36頁参照。
- 10) さらに、基準日後株主が申立権を有するとされるとしても、その行使が権利濫用に当たる、とされて実際には行使しえないかどうかについても争われてきた。第二章第二節第一款第二項および第三款参照。
- 11) 本稿は、厳密に言えば、何らかの公表時点において対象会社の株式を保有しておらず、当該公表後に当該株式を取得した者を「（何らかの）公表後株主」と定義する。何らかの公表時点において対象会社の株式を保有していた者が当該公表後に当該株式を追加取得した（買い増した）場合に、買い増した株式について取得価格決定申立権を行使しうるかどうかなどに係る検討については、前掲（注8）において前述したのと同様である。本文中の以下において言及している総会決議後株主および公告後株主についても同様である。
- 12) 基準日後株主が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかにについて横断的な検討を行っているものとして、山本爲三郎「基準日後株主による取得価格決定申立」法学研究89巻1号（2016年）1頁などがある。
- 13) 後述するように、何らかの利益を保護するために三つの実質的根拠のうち特に「規律づけの必要性」を相当程度重視するのであれば、株式価格決定申立権者の範囲を広げるべきであるなどといった結論に至ることになる（第二章第二節第二款参照）。もっとも、他の規律づけの手法（429条に基づく対象会社取締役に対する損害賠償請求、171条の3に基づく全部取得の差止など）によって、大きな弊害をもたらすことなく同様の利益を保護することを期待することができるのであれば、株式価格決定申立権による「規律づけの必要性」をそれほど重視する必要はない。したがって、他の規律づけの手法に係る検討を十分に行わない限りは、そのような結論

を安易に提示すべきではないであろう。しかし、当該検討はそれだけで相当の作業を要するものであるから別稿で行うこととし、本稿はそのような結論の提示ではなく本文中において述べたことのみを課題とする。

- 14) MBO については、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する指針」(MBO 指針) (2007年) 4頁～5頁を参照。なお、これまでの MBO においては、第一段階として、対象会社の株式に対する公開買付けが実施され、第二段階として、全部取得条項付種類株式の全部取得の手法が用いられる (詳細なスキームについては、松尾ほか・前掲 (注1) 参照) ことが多かった。平成26年会社法改正後は、当該改正により利用可能となった、株式等売渡請求 (179条以下) が、MBO における第二段階として用いられる可能性はあるが、当該請求に係る売買価格決定申立権者の範囲が争われた公表裁判例は、本稿を脱稿した段階においては見当たらない。
- 15) 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保有している株主でなくとも、一定数の株式 (ひいては議決権) を保有している者による買収は、利益相反構造のある買収として整理しうる。なぜならば、そのような者は、自身以外の株主が分散しているのが通常である上場会社においてであれば、他に同程度の株式を保有する株主が存在していないか、存在しているとしても友好関係にある場合に、基本的にはその意向に沿って当該上場会社の取締役を選任しうる立場にあらう。そうだとすれば、そのような状況において選任された取締役、ひいては、当該上場会社の取締役会もそのような者の意向に沿って行動することが懸念されることになる。結果的には、そのような者および当該上場会社の取締役会は、当該上場会社の少数株主と利益相反関係にある、と云いうるからである。議決権ベースで対象会社株式の約39%を保有するにすぎない多数株主による二段階買収について、当該多数株主および対象会社と対象会社の少数株主との間に利益相反関係が存在する、ということを前提にして判断した裁判例として、国産電機地裁決定がある。(その抗告審である東京高決平成29年1月30日 LEX/DB 文献番号 25544950 も、原審の「理由」の一部を補正しつつもその大部分を引用し、売買価格決定申立人の抗告を棄却した。) 拙稿「国産電機地裁決定批判」法学 (東北大学) 81巻5号 (2017年) 67頁～68頁参照。大阪地決平成29年1月18日金融・商事判例1520号56頁 (以下「エスバンス地裁決定」という) も参照。
- 16) MBO と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 (いずれも現金対価) とは、対価の額を可能な限り低廉にすることで資金の流出をできる限り抑えたいなどと考えるであろう (すなわち、対象会社の株主とは利益相反関係にあると云いうる) 公開買付者が対象会社の取締役 (である自身) を通じて対象会社の (比較的) 正確な情報を (事前にかつ継続的に) 入手できる可能性が高く、ひいては、公開買付者と対象会社の株主との間に情報の非対称性が存在し、それが利益相反関係により顕在化することが懸念される、という点で共通する。そこで、本稿においては、基本的には両者を同列に扱うこととする。以上の詳細については、拙稿「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制 (一)」法学 (東北大学) 76巻2号

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（1）

（2012年）35頁～36頁参照。

- 17) 関連して、「M&A 取引が独立の当事者間で行われる場合には、各当事会社の取締役が、あえて自社ないしその株主に不利益な取引を締結」「することは考えにくい」と述べるものとして、田中亘『会社法』（東京大学出版会、2016年）631頁参照。他方で、白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律(-)」法学協会雑誌127巻12号（2010年）1936頁～1937頁参照。
- 18) 本稿を脱稿した段階において、第二段階として併合の手法を用いた二段階買収において株式買取請求権者ひいては買取価格決定申立権者の範囲が争われた公表裁判例は見当たらない。
- 19) 第一部第二款において挙げた基準日後株主などの他にも、株式買取請求権者ひいては買取価格決定申立権者の範囲に係る議論においては、名義書換未了の株主も検討の対象とされてきた。もっとも、「振替株式制度の実施以降、振替株式（社債、株式等の振替に関する法律128条以下）については株主による名義書換は不要とされているため」、本稿の検討対象である「上場会社等の振替株式制度採用会社においては、名義書換未了株主の問題は解消している」。川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）206頁参照。
なお、本稿は、基準日後株主などが個別株主通知（社債、株式等の振替に関する法律154条、147条4項）を行った者であることを前提とする。この点については、最決平成22年12月7日民集64巻8号2003頁（以下「メディアエクステンジ最高裁決定」という）、ACデコール最高裁決定参照。後者については、拙稿「ACデコール最高裁決定判批」商事法務2089号（2016年）113頁も参照。
- 20) 詳細については、第二章第二節第一款第二項二(三)(ウ)など参照。
- 21) このような買収に係る事案についての裁判例として、大阪地決平成24年2月10日判例時報2152号139頁（以下「パナソニック電工地裁決定」という）、大阪地決平成24年4月27日判例時報2172号122頁（以下「三洋電機地裁決定」という）がある。
- 22) この点については、藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の進路』（有斐閣、2017年）461頁～466頁、拙稿「利益相反構造のある二段階買収における公正な価格」近畿大学法学64巻3＝4号（2017年）111頁～115頁参照。
- 23) 法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱草案補足説明」（2003年）28頁～29頁参照。
- 24) 例えば、郡谷大輔「組織再編における反対株主買取請求権の実務」ビジネス法務2009年1月号（2009年）60頁参照。
- 25) なお、前掲（注8）に関連して、JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定は、172条1項「1号にいう株主による取得価格決定の申立ての対象株式を基準日当時保有していたものに限定する旨の規定は存在せず、このように解すべき法令上の根拠も見当たらない」と述べる。ただし、後掲（注65）参照。
- 26) 三宅新「セレブリックス地裁決定判批」ジュリスト1466号（2014年）109頁参照。加藤貴仁「同決定判批」私法判例リマークス49号（2014年）96頁、前田修志「同決

- 定判批」ジュリスト1478号（2015年）109頁も同旨。
- 27) 中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集223号（2008年）241頁参照。
 - 28) 落合誠一編『会社法コンメンタール12』（商事法務、2009年）116頁〔柳明昌〕など参照。
 - 29) JCOM 地裁決定および東宝不動産地裁決定も同旨。
 - 30) 例えば、議決権制限株式の株主との均衡を図る必要性という根拠がある。落合・前掲（注28）114頁～116頁〔柳〕など参照。
 - 31) 田中亘「商法学における法解釈の方法」民商法雑誌154巻1号（2018年）39頁、62頁～64頁参照。
 - 32) なお、第二節においては、三つの実質的根拠を中心に検討を行うが、それらに関連するその他の根拠についても適宜取り上げて検討する予定である。
 - 33) 弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務1867号（2009年）7頁参照。関連して、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号（2006年）80頁、笹川敏彦「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」鳥山恭一＝中村信男＝高田晴仁編『現代商事法の諸問題』（成文堂、2016年）468頁～469頁も参照。
 - 34) 前掲（注8）に関連して、前者について正確に言えば、基準日後に対象会社の株式を追加取得した（買い増した）そのような株主は、買い増した株式については株式買取請求権などを行使しえない、ということになろう。
 - 35) 弥永・前掲（注33）7頁～8頁は、基準日後株主に対して「株式買取請求を認める」かどうかについて検討するに際して、暗闇への跳躍という根拠に言及している。後掲（注37）および対応する本文と対比されたい。
 - 36) なお、その取得が基準日前であっても、議題・議案の予定の公表後であったかどうかの問題にされることになるとと思われることについては、第四項一において後述する。
 - 37) 申立権を有するかどうか、有するとしてもその行使は権利濫用に当たるから実際には行使しえないかどうかだけでなく、行使しうるとして実際に行使したとしても、裁判所によって決定される取得価格（「公正な価格」）はその者の株式取得原価または第一段階の公開買付けにおける公開買付価格を上限とする、と考えるべきであるかどうかについても（第一章第一節第二款参照）、同様に言えよう。前掲（注35）および対応する本文と対比されたい。
 - 38) 本文中の以下を記述するに際しては、脚注において引用するもの以外には、松尾ほか・前掲（注1）74頁～87頁、219頁～259頁を参照している。
 - 39) すでに対象会社の株主である者は、株主総会に係る招集通知などによっても、二段階買収に係る情報を受け取りうる立場にあるであろう。他方で、対象会社の株式を取得するかどうかを検討している者は、そのような立場には必ずしもない。そこで、そのような者であっても情報を受け取りうる、ということになるところの各情報開示を中心に記載する。

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（1）

- 40) 本稿においては、二段階買収を行う予定であることに係る公表に際して、公開買付け開始日が翌営業日であることが明らかにされる、という（典型的な）事例を想定することとする。なお、二段階買収については公開買付けを行う予定ではあるが公開買付け開始時期は未定であることが公表された後に、開始時期などが決定したことにより本文中において述べたような適時開示などがなされる事例もある（JCOM地裁決定参照）。
- 41) 株式会社東京証券取引所上場部編『会社情報適時開示ガイドブック（2017年3月版）』（株式会社東京証券取引所、2017年）（以下「東証編ガイドブック」という）188頁～193頁参照。なお、本稿において整理・検討する裁判例に係る利益相反構造のある二段階買収の事案において対象会社である上場会社とその株式を上場していた取引所は、現時点では、東京証券取引所の傘下にある。もっとも、それらの二段階買収が実施された時点においては東京証券取引所の傘下になかった取引所もあり、そのような取引所にその株式を上場していた対象会社に係る二段階買収に際しては、当該取引所が行うよう求めていた適時開示が行われていたと思われる。しかし、それらの適時開示においても、本文中の以下において記載する程度の内容は含まれていたであろうし、もしそうでなくても、本文中の以下に対応する脚注において記載する金融商品取引法によって、その程度の内容であれば情報開示を行うよう求められていたと言える（以下において引用する各情報開示に係る書類参照）。
- 42) 東証編ガイドブック・前掲（注41）211頁～217頁参照。
- 43) 金融商品取引法27条の3、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（以下「他社株府令」という）第二号様式など。
- 44) 金融商品取引法27条の10、他社株府令第四号様式など。
- 45) 以下において引用する開示①に係る書類参照。
- 46) 金融商品取引法27条の13、他社株府令第六号様式など。
- 47) 東証編ガイドブック・前掲（注41）193頁～194頁参照。
- 48) 金融商品取引法24条の5、企業内容等の開示に関する内閣府令（以下「開示府令」という）19条2項4号など。
- 49) 東証編ガイドブック・前掲（注41）336頁～338頁参照。
- 50) 以下において引用する開示②に係る書類参照。
- 51) 東京証券取引所所有価証券上場規程402条1号 ar。
- 52) 以下において引用する開示③に係る書類参照。
- 53) 前掲（注41）参照。
- 54) 東証編ガイドブック・前掲（注41）312頁～317頁参照。
- 55) 金融商品取引法24条の5、開示府令19条2項4号の3など。
- 56) 以下において引用する開示④に係る書類参照。
- 57) 東証編ガイドブック・前掲（注41）313頁～317頁参照。
- 58) 金融商品取引法24条の5、開示府令19条2項9号の2など。
- 59) それ以外の裁判例などについては、後掲（注113）参照。
- 60) セレブリックス地裁決定においては、MBOに係る事案であるとの認定がなされ

ている。同決定「理由」第2の1(1)イ参照。

- 61) この点について、セレブリックス地裁決定において争われたのは、(本稿が定義するところの(前掲(注8)参照))基準日後株主が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかではなく、基準日株主が基準日後に買い増した株式について172条1項2号により取得価格決定申立権を行使しうるかどうかであった。この点について、「本決定は、申立てを行う株主が基準日株主か否かを問うことなく、一般的に、基準日後に取得された株式も取得価格決定の申立ての対象となることを示している」と述べる見解もある。加藤・前掲(注26)96頁参照。関連して、前掲(注25)、弥永真生「セレブリックス地裁決定判批」ジュリスト1461号(2013年)3頁、中村信男「同決定判批」金融・商事判例1438号(2014年)5頁など参照。
- 62) エース交易地裁決定は、公開買付け開始日の約9か月前に対象会社と資本業務提携基本協定を締結すると共に、自社のグループ企業のうちの一社に対象会社の新株予約権3700個を引き受けさせ、さらには、約7か月前に自社のグループ企業の関係者である2名を対象会社の取締役役に就任させた会社(以下「買収会社」という)が、対象会社の非公開化を目的として、買収会社が実質的に支配するグループ企業の一社に対象会社株式に対する公開買付けを行わせた事案に係るものである。同決定「理由」第2の1参照。この点について、同決定はMBOに係る事案であるとの認定をしていない。また、当該事案「において想定される利益相反関係は(典型的なMBOと比較して)軽微な部類に属するものと解しうる」という見解もある。白井正和「エース交易地裁判批」ジュリスト1478号(2015年)106頁参照。この点について、確かに、当該2名の取締役は、対象会社における非公開化に係る取締役会決議には基本的には加わらなかったがために、その限りにおいて(軽微な部類に属するとされる)利益相反関係は軽減されている、と言えるかもしれない。しかし、当該買収会社は、(そのような2名が存在しない場合よりも)、非公開化に係る取締役会決議には加わらなかったとしても当該2名を通じて対象会社に係る(比較的)正確な情報を(事前にかつ継続的に)入手できるかもしれず、もしそうだとすれば、当該買収会社と対象会社の株主との間に情報の非対称性が存在することが懸念される、と言えるのではないだろうか。そして、当該買収会社は、当該情報を参照しながら対価の額を可能な限り低廉にすることで資金の流出をできる限り抑えたいなどと考える可能性もある、という点では、典型的なMBOの場合とそれほど変わらないようにも思われる(前掲(注16)参照)。そこで、本稿においては、利益相反構造のない二段階買収ではなく、利益相反構造のある二段階買収であるMBOなどに準じた事案に係るものであることを前提にして、同決定の整理・検討を行うこととする。なお、和田宗久「同決定判批」金融・商事判例1452号(2014年)4頁などは、MBOの事案に係るものであるとして同決定を理解しているようである。
- 63) 前掲(注61)参照。なお、エース交易地裁決定においては、(本稿が定義するところの(前掲(注8)参照))基準日後株主が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかについても争われている。また、同決定は、基準日株主が基準日後に対象会社の株式を売却し、再度取得した場合について、「仮に」そのような「申立人が会

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（1）

社法172条1項1号所定の株主に該当しないとしても、本件基準日後株式に係る申立人」が同項2号所定の株主に該当するということができる」し、基準日株主が買い増した場合についても、申立人は2号所定の株主に該当すると述べる。

- 64) JCOM 地裁決定は、(その二社が支配する一社と共に) 共同して対象会社株式に対する公開買付けを実施した二社が、公開買付け開始日前に対象会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事案に係るものであるから(同決定「理由」第2の2参照)、利益相反構造のある二段階買収に係る事案に係るものであると整理しうる。
- 65) 前掲(注61)参照。関連して、JCOM 地裁決定は、基本的には、基準日株主が対象会社の株式を基準日後に買い増した場合において、基準日時時点で保有していた株式については172条1項1号により、買い増した株式については2号により、「申立適格を有するものであって、その申立ては適法になされたものということができる」とする。ただし、前掲(注25)参照。なお、JCOM 地裁決定においては、(本稿が定義するところの(前掲(注8)参照))基準日後株主が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかについても争われている。
- 66) 東宝不動産地裁決定は、公開買付者が対象会社株式の約59%を保有していた事案に係るものであるから(同決定「理由」第2の2参照)、利益相反構造のある二段階買収(いずれも現金対価)に係る事案に係るものであると整理できよう。
- 67) 前掲(注61)参照。もっとも、基準日株主が172条1項1号か2号かのいずれによって買い増した株式について申立権を行使しうると判断されたのかは明らかではない。ただし、前掲(注25)参照。なお、東宝不動産地裁決定においては、(本稿が定義するところの(前掲(注8)参照))基準日後株主(ただし、後掲(注76)参照)が取得価格決定申立権を行使しうるかどうかについても争われている。
- 68) 東宝不動産地裁決定において「本件公表」とは、公開買付者が、「平成25年1月8日、利害関係参加人を東宝の完全子会社とする取引」「の一環として、参加人株式の公開買付けを行うこと」、「その買付期間を同年1月9日から同年2月21日まで(30営業日)とすること、参加人株式の買付価格を1株につき735円とすること」、「買付予定数を2269万0659株とすることを公表し、併せて、本件公開買付けにより発行済み普通株式の全てを取得できなかった場合には、平成25年5月に開催される利害関係参加人の定時株主総会及び種類株主総会において、参加人株式に全部取得条項を付すなどの議案を上程することを要請し、同議案に係る全部取得の結果、東宝以外の株主には現金が交付されることとなる一連の手續」を実施する予定であることを公表した」ことである。同決定「理由」第2の2参照。平成25年1月8日付東宝株式会社「当社子会社である東宝不動産株式会社株式に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」(開示①)も参照。
- 69) 基準日後株主であることに加えて、何らかの不当(であるとされる)目的を有しながら対象会社の株式を取得した者などでもあった場合に、そのような者であることを理由として申立権の行使が権利濫用に当たるとされるかどうかなどに係る整理・検討については、第三款において行う。関連して、後掲(注71)および(注

114) 参照。

- 70) (3)、(4)および(5)において言及する「確実」、「確定」および「決定」と「公表」との関係については、後掲(注73)、(注98)および(注114)参照。また、(6)において言及する「認識」と「公表」との関係については、第四項三において述べる。
- 71) 基準日後株主が一定の公表後株主であることに加えて、何らかの不当(であるとされる)目的を有しながら対象会社の株式を取得した者などでもあった場合に、そのような者であることを理由として申立権の行使が権利濫用に当たるとされるかどうかなどに係る整理・検討については、第三款において行う。関連して、前掲(注69)および後掲(注114)参照。
- 72) 同決定に係る事案においては、平成25年5月8日に開催された株主総会(および種類株主総会)に係る基準日を平成25年3月31日と定める旨の公告が平成25年3月15日に行われた(同決定「理由」第2の1(5)。平成25年3月14日付エース交易株式会社「臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」(開示③)も参照)。そして、決定要旨からは明らかではないが、同事案においては、平成25年4月2日付エース交易株式会社「臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会招集に関するお知らせ」および「定款の一部変更及び全部取得条項付種類株式の取得に関するお知らせ」(開示④)に、同日(「議題」とは記載されていないが)「付議議案の詳細」が取締役会において決議された、と記載されている。つまりは、「株主総会に係る基準日の時点では、当該株主総会の議題が確定してい」なかったし、確定された議題は「公表されてい」なかった、と言えよう。

以上を踏まえた上で、「基準日の時点」において確定していたかどうかに着目しているように思われる決定要旨(一(二)参照)に従えば、当該時点において確定していなかった本件においては、その後に確定し、そのことを(開示④による)公表によって認識しえたとしても、当該基準日の時点後に対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使しえない、と判断されるべきではないということになるであろうか(第一の理解)。それとも、(その文言からはそのように読むことはできないが)「基準日の時点」において確定していたかどうかに着目するのではなく、当該時点後に確定し、そのことを(開示④による)公表によって認識しえたのであれば、当該公表後に対象会社の株式を取得した株主は、申立権を行使しえない、と判断されるべきであるということになるのであろうか(第二の理解)。

なお、以上に関連して、山本爲三郎「エース交易地裁決定判批」法学研究88巻10号(2015年)87頁は、(おそらく)開示①および開示②が行われた「ような場合には、実質的には、基準日前にキャッシュ・アウトに関する議題が定まっており、かつ、それは承認可能性が高い」「にもかかわらず」、同決定が「基準日後に株式を取得した株主の取得価格決定の申立」を許容したことからすれば、「一定の株主総会に係る基準日の時点では、当該株主総会の議題が確定しているとは限ら」ないと述べた部分を「全部取得条項付種類株式を全部取得する株主総会決議が効力を生じていないから、との趣旨と解すべきであろう」と述べる。

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（1）

- 73) また、厳密に言えば、同決定は、確定した議題の公表ではなく、「議題とする予定であることに係る公表」後に株式を取得した者であったかどうかを問題にするかのように読みうる。したがって、もし実際にこの点を問題にするのであれば、いつの時点後に対象会社の株式を取得した者に対して「当該株式に係る取得価格決定申立権が与えられないとまでいうことはできない」と判断されることになるのかについては、いずれの情報開示によって当該公表がなされたと考えるのか次第ということになろう。詳細については二(二)において後述する。
- 74) 同決定に係る事案における基準日後のうち株主総会前日に対象会社の株式を取得した一部の申立人（同決定「理由」第2の1(6)は議題の確定後に取得した者（議題確定後株主）などに該当すると言えそうであるから（前掲（注72）および対応する本文参照）、前掲（注72）において前述した第二の理解に基づく同決定によれば、申立権を行使しえない、ということになるようにも思われる。
- 75) セレブリックス地裁決定は、申立人が基準日後のいつの時点で対象会社の株式を追加取得した（買い増した）（前掲（注61）参照）のかを明らかにしていない。したがって、申立人が株主総会決議成立決定後に対象会社の株式を追加取得した者（総会決議後株主）であった可能性もあり、もしそうだとすれば、その株式については申立権を行使しえない、ということになるようにも思われる。
- 76) 東宝不動産地裁決定においては、申立人は、基準日後のうち株主総会前に取得した者であったと認定されている。同決定「理由」第2の2(5)。また、JCOM 地裁決定は、株主総会決議後に取得された可能性もある株式について、結論としては、取得と総会の経過との先後関係が明らかでないとして、申立人による申立権の行使は権利濫用に当たらない、と判断している。後掲（注110）において引用した箇所を参照。
- 77) 白井・前掲（注62）105頁参照。
- 78) セレブリックス地裁決定は、申立人が議案を認識しながら対象会社の株式を取得したのかを明らかにしていない。
- 79) なお、(4)および(6)において整理したセレブリックス地裁決定およびエース交易地裁決定によれば、基準日後株主であっても、議題確定後株主、一定の公表後株主または議案認識後株主であれば、申立権を行使しえない、ということになりそうである。ところが、(4)および(6)においても前述したように、そのように読みうる両決定はいずれも、申立人がそのような者であったかを問題にすることなく、申立権を行使しうる、と結論付けていると整理しうる。したがって、とりあえずは本文のように述べることができそうである。
- 80) なお、(二)において後述するように、一定の公表後株主（(2)参照）と一口にいっても、当該公表として列挙されているのは決議成立決定の公表以前に行われるものであるから、決議成立決定の公表後に対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使しえない、と判断される可能性はあろう。関連して、(三)(4)参照。
- 81) 前掲（注73）、（注98）および(三)(4)参照。
- 82) (4)（のうち議題確定後株主）および(6)において述べた点については、それ以上整

理すべき事柄はないように思われるので、以下においてあらためて整理をせずに、第四項において直接検討を行う。

- 83) 平成25年1月16日付株式会社セレブリックス「臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」（開示③）参照。
- 84) 平成25年2月12日付株式会社セレブリックス「臨時株主総会及び普通株式の株主による種類株主総会招集についてのお知らせ」および「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得に関するお知らせ」（開示④）参照。
- 85) 平成24年11月27日付レッドオスカーキャピタル株式会社「公開買付届出書」および平成24年11月26日付株式会社セレブリックス「MBOの実施及び応募推奨に関するお知らせ」（開示①）、平成25年1月16日付株式会社セレブリックス「レッドオスカーキャピタル株式会社による当社株式に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」および平成25年1月25日付株式会社セレブリックス「主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」（開示②）参照。
- 86) もっとも、開示②または開示③については、それらにおいて引用されることが多いであろう開示①を併せて参照する場合であれば、本文において記載したように言えるであろう。第一項二(ニ)および(三)参照。
- 87) 株主総会への付議議題が取締役会において決議されたとしても、その後にその議題の撤回などがされる可能性があることからすれば（中村編・前掲（注9）285頁～286頁参照）、当該決議により「議題が確定」したとは必ずしも言えないかもしれない。そうだとすれば、同決定は、開示④によって株式の全部取得などを議題とする予定であることが公表されたことを「公表」と表現していると言えないわけではないかもしれない。関連して、前掲（注72）および（注73）参照。なお、同決定に係る事案において開示④に該当するものについては前掲（注72）参照。
- 88) 平成25年2月12日付エース・インベストメント・インク「公開買付届出書」および平成25年2月12日付エース取引株式会社「意見表明報告書」（開示①）、平成25年3月27日付エース取引株式会社「エース・インベストメント・インクによる当社株券等に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」および平成25年3月27日付エース取引株式会社「親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」（開示②）参照。なお、同決定に係る事案において開示③に該当するものについては、前掲（注72）参照。
- 89) 同決定に係る事案において、株主総会への付議議案が取締役会において決議され公表されたのは、平成25年6月6日であった。また、基準日（平成25年5月2日）の設定公告がなされたのは平成25年4月18日であった。平成25年4月17日付株式会社ジュピターテレコム「臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」（開示③）、平成25年6月6日付株式会社ジュピターテレコム「臨時株主総会及び普通株主による種類株主総会招集のお知らせ」（開示④）参照。加えて、同決定に係る事案において開示①に該当するものとしては、平成25年2月27日付 KDDI 株式会社および NJ 株式会社「公開買付届出書」、平成25年2月28日付株式会社ジュピターテレコム「意見表明報告書」および平成25

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（1）

年2月26日付株式会社ジュピターテレコム「KDDI 株式会社及び NJ 株式会社による当社の株券等に対する共同公開買付けに関する意見表明のお知らせ」参照。開示②に該当するものとしては、平成25年4月11日付株式会社ジュピターテレコム「KDDI 株式会社及び NJ 株式会社による当社の株券等に対する共同公開買付けの結果並びに親会社及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」参照。

- 90) もっとも、利害関係参加人（対象会社）は、申立人が開示③または開示④の公表後に対象会社の株式を取得したことを問題視している。同決定「理由」第2の4(1)イおよびウ参照。
- 91) 他方で、同決定は、「公開買付け」が公表された後に対象会社の株式を取得した者が申立権を有するとしても、投機的な目的をもって取得しているとしてその行使が権利濫用に当たるとどうも検討している。なお、当該公表は、開示①によって行われたと言えよう。なお、この点に係る検討については、第三款参照。
- 92) 前掲（注68）参照。
- 93) 同決定に係る事案において開示①に該当するものとしては、前掲（注68）において引用したものの他に、平成25年1月8日付東宝不動産株式会社「支配株主である東宝株式会社による当社普通株式に対する公開買付けの実施及び応募推奨に関する意見表明のお知らせ」がある。
- 94) なお、本稿の検討対象である二段階買収に係る事案ではなく、一段階買収（第一章第二節第三款第一項（第一）参照）に係る事案であったと整理しうる東京地決平成25年7月31日資料版商事法務358号148頁（以下「グッドマンジャパン地裁決定」という）は、「権利の濫用に当たると解される」と述べる。
- 95) 同決定は、決議成立が確実になった後に対象会社の株式を取得した者であることのみを理由として申立権を有しないと判断されるとも、申立権の行使が権利濫用に当たると判断されるとも述べていない。一(一)参照。
- 96) 加藤・前掲（注26）97頁も、「本決定は」、「本件全部取得に係る本件株主総会決議の成立が確実であったことを重視していない」と述べる。
- 97) 同決定「理由」第2の1(3)および前掲（注85）において引用した開示②を参照。
- 98) なお、同決定は、確実であった（になった）ことが公表されていたことではなく、「確実であったこと」に言及している。この点には、(4)において後述するのと同様の問題がある。
- 99) 実際、両決定に係る事案においては、開示④によって、交付される予定である具体的な取得対価（「株式の種類及び種類ごとの数」（171条1項1号イ参照））およびそれが端数処理手続き（ウ参照）を経て最終的には公開買付価格と同額の現金となることが公表されている。前掲（注89）において引用した開示④を参照。また、平成25年4月15日付東宝不動産株式会社「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得等に関するお知らせ」（開示④）参照。

なお、開示①ないし開示③によって、具体的な取得対価ではないが、端数処理手続きを経て（ウ参照）最終的には対象会社の少数株主に対しては公開買付価格と同額である実質的な対価としての現金額が支払われる予定であることが公表されてい

る。前掲（注68）、（注89）および（注93）において引用した開示①ないし開示③参照。加えて、平成25年2月22日付東宝株式会社「当社子会社である東宝不動産株式会社株式に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」（開示②）および平成25年2月13日付東宝不動産株式会社「普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定に関するお知らせ」（開示③）参照。ただし、開示②または開示③については、前掲（注86）参照。

- 100) 厳密に言えば、裏は必ずしも真ではないことを付言しておく。
- 101) 以上、高島志郎「株主構成・事業内容が変動する場合に係る会社法上の規制」田邊光政＝阿多博文＝今泉純一＝佐藤鉄男＝四宮章夫＝赫高規＝中井康之＝山本和彦編『会社法・倒産法の現代的課題』（民事法研究会、2015年）297頁参照。なお、同稿は、株式買取請求権および取得価格決定申立権を検討対象としている。また、森本編・前掲（注8）112頁～113頁〔柳〕も参照。
- 102) ただし、前掲（注100）参照。
- 103) 前掲（注99）参照。
- 104) 前掲（注99）参照。
- 105) 松尾ほか・前掲（注1）36頁参照。
- 106) （株式の併合および）全部取得条項付種類株式の全部取得「の後に実際に交付される代金額は任意売却等の結果に依存しており、かつ、任意売却等の実施及び代金の交付時期には特段の制限がなく、当初見込まれた金額が交付される制度的な保障はない。すなわち、実際に任意売却等が行われるまでの事情変動による売得金の不払い及び価格低下のリスクは、最終的には併合等により端数所有者となった少数株主が負う仕組みとなっている」という指摘もある。法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会第1回会議議事録8頁〔青委員発言〕、同第1回会議参考資料2（株式会社東京証券取引所「法制審議会会社法制（企業統治等関係）部会でご議論いただきたい事項」）参照。詳細については、松尾ほか・前掲（注1）35頁～36頁などを参照。
- 107) 前掲（注68）、（注89）、（注93）、（注99）および後掲（注109）において引用した開示①ないし⑤参照。
- 108) 関連して、加藤・前掲（注26）96頁～97頁は、セレブリックス地裁決定に係る事案において「全部取得条項付種類株式の取得は二段階買収の一環として行われた。したがって、本件基準日において、株主総会で提案される全部取得条項付種類株式の取得価格はすでに明らかになっていたといえるし、本件公開買付けが成立していたため株主総会決議が成立することも確実であった」と述べる。この点について、（本文中において前述したことを踏まえれば、「取得価格」ではなくて、取得対価であるとも思われるところ、そのような取得対価についても「基準日において」「明らかになっていた」と言いうるのは、具体的な取得対価ではなかったはずであるし、しかも、端数処理手続きを経て公開買付価格と同額である実質的な対価としての現金額が支払われる予定であることにすぎない。同決定に係る事案における開示①ないし開示④については、前掲（注83）、（注84）および（注85）参照。また、

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（1）

前掲（注99）も参照。

- 109) それらの裁判例に係る事案のいずれにおいても、株主総会（決議成立の決定日）当日に開示⑤が行われている。平成25年3月7日付株式会社セブリンクス「資本金及び資本準備金の額の減少並びに剰余金の処分、取締役の選任、定款の一部変更並びに全部取得条項付普通株式の取得に関する承認決議に関するお知らせ」、平成25年6月28日付株式会社ジュピターテレコム「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得に関する承認並びに全部取得条項付普通株式の取得に係る基準日設定に関するお知らせ」、平成25年5月24日付東宝不動産株式会社「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得に係る承認決議並びに全部取得条項付普通株式の取得及びA種種類株式の交付に係る基準日設定に関するお知らせ」（開示⑤）参照。
- 110) なお、JCOM 地裁決定は、株主総会（決議成立の決定日）当日に対象会社の株式を取得し、当該株式について申立権を行使した（しようとした）申立人について、「本件株主総会の開催当日の経過と申立人」「による上記株式の取得の先後関係は明らかではなく、同申立人が上記決議がされたことを知って取得したものであることを認めるに足る証拠もないから、同申立人の本件申立てを申立権の濫用として却下すべきものと認めるには至らない」と述べている。「知って」という表現に鑑みる限りにおいては、同決定によれば、単に決議成立決定後に対象会社の株式を取得した者であったかどうかではなく、しかも、当該決定の公表後に取得した者であったかどうかでもなく、当該決定の公表により（または公表によらずに）当該決定を認識した後に取得した者であれば、申立権（を有するとしても、そのような者であることのみを理由としてそ）の行使が権利濫用に当たる、と判断されるということにもなりそうである。
- ただし、同決定は、他の申立人については、「申立てに係る株式」が「株主総会後に取得された」かどうかを検討している。その表現に鑑みる限りにおいては、決議成立決定の公表後でも、公表などにより当該決定を認識した後でもなく、決議成立決定後に取得したかどうかを問題にしていると言えよう。
- 111) 前述してきたように、暗闘への跳躍という根拠において用いられている文言に関連する文言の一つである。
- 112) 申立権を有しないとされるか、有するとしてもその行使が権利濫用に当たるとされるか、それとも、本文中において述べたように公正な価格の算定に上限があるとされるか、という各取扱いの関係性については、第三款も参照。
- 113) なお、以下において引用する裁判例には、一において引用した裁判例とは異なり、基準日後株主が申立権を行使しうるかどうかは争われていないものも含む。また、そのことが争われていた東宝不動産地裁決定についてはすでに一において引用したが、他の裁判例とは異なり、同決定においては本文中において述べた点も争われていた。そこで、その点に係る（一においては引用していない）箇所について引用し整理を行う。
- 114) 何らかの公表後に対象会社の株式を取得した者であることに加えて、何らかの不

当（であるとされる）目的を有しながら対象会社の株式を取得した者などでもあった場合に、そのような者であったことを理由にして本文中において述べたように公正な価格が算定されるかどうかなどに係る整理・検討については、第三款において行う。関連して、前掲（注69）および（注71）参照。

- 115) 大阪高決平成21年9月1日金融・商事判例1326号20頁。なお、本決定は、その事案が MBO に係るものであることを前提にしている。
- 116) 「650円の買付価格」は公開買付価格を意味していると思われる。原決定である大阪地決平成20年9月11日金融・商事判例1326号27頁（以下「サンスター地裁決定」という）「理由」第1の1(3)イ参照。
- 117) 申立人2名は、公開買付けの公表後ではあるが基準日までに対象会社の株式を取得しているようであり、いずれも基準日株主である。サンスター地裁決定「理由」第1の1(2)参照。
- 118) 以下、カルチュア・コンビニエンス・クラブをこのように略す。
- 119) 大阪地決平成24年4月13日金融・商事判例1391号52頁。なお、本決定は、その事案が MBO に係るものであることを前提にしている。
- 120) CCC 地裁決定「理由」第2の2の相手方の主張(3)参照。
- 121) 申立人は、公開買付けの公表後ではあるが基準日までに（具体的に言えば公開買付期間中に）対象会社の株式を取得しており、基準日株主である。CCC 地裁決定「理由」第2の1(1)エ、(2)イ(ア)および(2)ウ(ア)参照。
- 122) 前掲（注68）参照。
- 123) 前掲（注67）参照。
- 124) 「買付価格」が、株式取得原価、公開買付価格のいずれを意味しているのかは明らかではない。
- 125) なお、セレブリックス地裁決定およびエース交易地裁決定においては、対象会社株式の客観的価値および増加価値分配部分を別個に算定した結果として、公開買付価格と同額が公正な価格であると算定されている。（なお、そのような算定方法については、森・濱田松本法律事務所編『M&A 法大系』（有斐閣、2015年）354頁以下参照。）しかし、両決定においては、何らかの公表後に対象会社の株式を取得した者であったこと（のみ）を理由として、そのように算定されたわけではない（し、そもそもそのような者であったことを理由にしてそのように算定すべきであるかどうかは争われてはいない）。セレブリックス地裁決定について、飯田秀総「セレブリックス地裁決定判批」商事法務2136号（2017年）51頁も同旨。他方で、笹川・前掲（注33）468頁～471頁も参照。