

# 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（2）

——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

##### 第一項 総 論

##### 第二項 裁判例とその整理

（以上68巻4号）

##### 第三項 学説とその整理

一 基準日後株主が一定の公表後株主であれば申立権を行使しうるかなど

二 基準日後株主が一定の認識後株主であれば申立権を行使しうるかなど

三 決議成立決定に係る整理

##### 第四項 裁判例および学説の検討

一 暗闇への跳躍という根拠の整理

二 一定の公表後株主は申立権を行使しうるかなど

三 一定の認識後株主は申立権を行使しうるかなど

四 公表が行われない時点において取得した者は申立権を行使しうるかなど

五 本款の総括

（以上本号）

### 第三項 学説とその整理

#### 一 基準日後株主が一定の公表後株主であれば申立権を行使しうるかなど

第二項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有する、と判断していると読みうる。もっとも、それらの裁判例には、申立人である基準日後株主が株主総会決議成立決定後に対象会

## 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（２）

社の株式を取得した者であった場合（基準日後株主のうち総会決議後株主）には、申立権を有するとしても、その行使が権利濫用に当たる、と判断されることになるかのように読みうる箇所もある（第二項二(一)(5)および三(1)参照）。そのことに関連して注意すべきであるのは、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、と判断されることになるように思われるという点である。とはいえ、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（第二項二(三)(4)参照）。以上に鑑みれば、それらの裁判例も、決議成立決定時点からほとんど時間的間隔なく（決定日当日に）開示⑤が実際に行われた場合には、基準日後株主が開示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、と判断するのとあまり変わりがないということになろう。つまり、それらの裁判例については、開示⑤によって株主総会決議成立が決定したことが公表されたことを重視しているにほぼ等しい、と整理しうるように思われるのである（第一項一参照）<sup>126)</sup>。

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学説は、以上のように整理しう裁判例をどのように評価しているのであろうか（評価することになるのであろうか）。その評価は、原則として、それらの学説が特に「公表」という文言に関連して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に關係するはずである（第一項一参照）。そこで、それらの学説を整理するに際しては、学説が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）まずは明らかにする。その上で、学説が、基準日後株主またはそののうちいずれの公表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<sup>127)</sup>と考えているのか（考えることになるのか）ひいては、裁判例をどのように評価しているか（評価することになるのか）について整理を行う。

(一) 開示①による公表を重視している（と読みうる）見解

開示①によって MBO などの実現可能性（実施可能性）が公表されたことを重視していると読みうる学説がある。

(1) 松本拓生の見解

第一に、以下の見解がある。すなわち、確かに開示①の「内容だけからでは、まだ対象会社として全部取得条項付種類株式の発行のための定款変更とその取得条項に基づく株式の取得が実行されるか否かはまだ確定的ではなく、かつ全部取得条項付株式の取得の条件等の詳細も未定のようにも思われる」。しかし、「いわゆる二段階買収の場合には前置される公開買付けが成立すればほぼ間違いなくその後の全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化への手続が進行するのであり、『実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず』ということとはできない上に」、「通常は公開買付価格と同一の価格によって全部取得条項付種類株式による取得が行われるのが一般であり、またこれを期待してプレスリリース」（開示①）「後すぐに市場株価が公開買付価格と同額近くまで上昇するのが一般的であるので、この開示をもって『一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されない』ということもできないものと考えられる」。したがって、「いわゆる二段階買収の場合には、前置される公開買付けの開始に対して対象会社が賛同意見表明をした時点」（開示①が行われた時点）「をもって、発行のため定款変更とその取得条項に基づく株式の取得が実行されること、及びその全部取得条項付株式の取得の条件等の詳細について重要事実の決定がなされ、かつそれについての公表があったものと考えてよいものと思われる」<sup>128)</sup>。

以上などを踏まえれば、この見解は、（開示⑤などよりも以前に行われる）開示①によって（株主総会決議成立が決定したことではなく）MBO などの実現可能性（実施可能性）が公表されたことを重視しているように思われる。そして、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議題・議案との関係で言えば、開示①によって MBO などの実現可能性が公表された結果、「どのような議題・議案が提出されるのか」についての予定（議題・議案の予定）も明らかになったと言えるであろう（第一項二(一)参照）。したがって、当該見解は、開

## 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（２）

示①によってその予定が公表されたことを重視しているとも整理しえよう（第一項一参照）。ひいては、基準日より前に開示①が行われることが通常である二段階買収においては（第一項二参照）、基準日後株主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と考えられることになるように思われる<sup>129)130)</sup>。

### (2) 白井正和の見解

第二に、エース交易地裁決定を対象とする評釈において、以下のとおり述べる見解がある。すなわち、「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になろうとする者は必ずしも知りえないことからすれば、基準日後の株式取得であることをもって一律に取得価格決定申立権を否定することは、株主の利益を不当に害する可能性が高い」。もっとも、「以上の観点からすれば、基準日時点において<sup>131)</sup> 株主<sup>132)</sup> が締出しの実施可能性を認識していたことが疑われるような場合には（本件がそのような場合に該当する可能性は必ずしも否定できない）、例外的に取得価格決定申立権を否定すべきではないかという議論も成り立たないではない<sup>133)</sup>。

この見解は、株主などがいつの時点で「締出しの実施可能性」を（いずれかの開示などによって）「認識」しうる状況に至ると考えているのかを明らかにしていない<sup>134)</sup>。もっとも、この見解が実施「可能性」という文言を用いていることからすれば、株主などが開示①によって初めて当該可能性を認識しうる状況に至ると考えることになるようにも思われる。もしそうだとすれば、この見解は、（開示⑤などよりも以前になされる）開示①によって（株主総会決議成立が決定したことなく）MBO などの実現可能性（実施可能性）が公表されたことをまずは重視することになるのではないだろうか（第二段階としての全部取得に係る議題・議案との関係については、(1)参照<sup>135)</sup>。

ただし、この見解は、結論としては、エース交易地裁決定の決定要旨（第二項一(二)において引用した箇所）に賛成している。つまりは、基準日より前に開示①が行われることが通常である二段階買収においてであっても（第一項二参照）、基準日後株主は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である<sup>136)</sup>（その理由については本項二(一)および第二款において後述する）。<sup>137)</sup>

(3) 笹川俊彦の見解

第三に、暗闇への跳躍に配慮すべきである、という考え<sup>138)</sup>に基づいて、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すべきであると主張する見解がある。もっとも、この見解は、開示①による買収の実現可能性の公表後に対象会社の「株式を取得した場合には、公表された内容に虚偽があったときなどを除き、当該株主を保護する必要性は減ぜられるから」、「公表後に取得したことを（マイナス要素として）考慮して、公正な価格を決定すべきであると思われる」<sup>139)</sup>と述べる。

以上からすれば、この見解は、（開示⑤などよりも以前になされる）開示①によって（株主総会決議成立が決定したことなく）MBOなどの実現可能性が公表されたことを重視していると整理しえよう（第二段階としての全部取得に係る議題・議案との関係については、(1)参照）。したがって、この見解によれば、基準日より前に開示①が行われることが通常である二段階買収においては（第一項二参照）、基準日後株主であっても申立権を行使しえないわけではないが、行使しても、その株主が開示①による公表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、（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べきである（第二項二四参照）、と考えることになるのであろう<sup>140)</sup>。

(二) 開示②による公表を重視している（と読みうる）見解（飯田秀総の見解）

セレブリックス地裁決定を対象とする評釈において、開示②によって株主総会決議成立決定が確実に became ことが公表されたことを重視していると読みうる見解もある。すなわち、同決定に係る事案においてそうであったように、二段階買収において、開示①によって第二段階の「キャッシュアウト価格を公開買付価格と同一とする予定」が公表され、「対象会社も」「賛同意見を表明」し、さらには「基準日設定前に議案も公表され」<sup>141)</sup>、そして、開示②である「公開買付報告書等で公表される公開買付けの結果から、全部取得についての株主総会が成立するのは確実な状況<sup>142)</sup>であることも明らかであった場合には、「基準日後取得株主は、これらの内容を知っていたかまたは容易に知り得た状

## 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（２）

況で、株式を取得したといえる」<sup>143)</sup>。そして、そのような二段階買収においては「一段階目の公開買付けが、公開買付けを前置しない場合の企業再編についての株主総会に相当するといえる」から、「実質論としては、株主総会決議後に株式を取得した株主が保護に値しないから取得価格決定申立権<sup>144)</sup>を認める必要がないと考えられている」「のと同じ理由で」、「公開買付け後かつ」「基準日後に株式を取得した株主を保護する必要があるとは考えられない」<sup>145)146)</sup>。

以上からすれば、当該見解は、セレブリックス地裁決定に係る事案のような場合については、（開示⑤などよりも以前になされる）開示②（および開示①）によって（株主総会決議成立が決定したことなく）株主総会決議成立決定が確実にになったことが公表<sup>147)</sup>されたことを重視していると読みうる（第二段階としての全部取得に係る議題・議案との関係については、(→)1参照）。そして、実際に重視しているからこそ、この見解は、基準日より前に開示②（および開示①）が行われることが通常である二段階買収においては（第一項二参照）、同決定の決定要旨（第二項一(→)で引用した箇所）に反対し、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と整理しえよう<sup>148)149)</sup>。ただし、この見解は、（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が行われた後に対象会社の株式を取得した者であっても、申立権を行使しうるなどと判断すべきであると考えているように思われることに注意を要する<sup>150)</sup>。

### （三）開示④による公表を重視していると読みうる見解（前田雅弘の見解1）

東宝不動産地裁決定を対象とする評釈において、開示④によって確定した議題・議案が公表されたことを重視していると読みうる見解もある。すなわち、「立法論としては、どのような決議を行うかを事前に会社が公告した場合には、当該公告後の株式取得者には株式買取請求権を与えないという規律を設けることが考慮に値する」ものの、「現行法のもとでは、基準日時点で株主総会決議の具体的内容を株主（になろうとする者）が知りうる制度的手当ては存在しないのであり、株式の取得が基準日の後であることだけを理由に、株式買取請求権を否定するのは不合理である」とした上で、「このことは、会社法172条1項に

基づく価格決定申立てについても妥当する」と述べる。さらに、同決定に係る事案においては開示①によって<sup>151)</sup>「すでに全部取得条項付種類株式の取得価格<sup>152)</sup>まで明示されていたという事情があるものの、これは」当該開示が行われた「時点での」公開買付者「の予定を表明しただけのものであり、これをもって申立適格を否定することには無理があるのではなからうか」と述べるのである<sup>153)</sup>。

この点について、「どのような決議を行うか」は取締役会決議によって確定した議題・議案に記載されるものであると考えているのであれば<sup>154)</sup>、この見解は、(開示⑤よりも以前になされる)開示④によって(株主総会決議成立が決定したことなく)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」すなわち全部取得条項付種類株式の全部取得が行われることや具体的な取得対価<sup>155)</sup>などに係る議題・議案(第一項二(四)参照)が公表されることを重視していると読みうることになろう<sup>156)157)</sup>。そして、実際に重視しているのであれば、基準日後株主は、開示④が行われる前までに<sup>158)</sup>対象会社の株式を取得した者であれば(開示④が行われた後に取得した者でなければ)、申立権を行使しうる(が、開示④が行われた後に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考えられることになるように思われる(第二項二(三)ア参照)<sup>159)160)</sup>。

(四) 開示⑤による公表を重視していると読みうる見解(前田雅弘の見解2)

(三)において引用した見解は、基準日後株主が開示④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考えられることになるように思われるものである。他方で、東宝不動産地裁決定は、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、申立権を行使しうる(が、決定後に取得した者であれば、申立権を行使しえない)と判断されることになると読みうる箇所もある裁判例である(第二項二(一)(5)および(7)参照。また四(3)も参照)。実際にそうだとすれば、基準日後株主は、開示④が行われた後であるが株主総会決議成立決定前までに対象会社の株式を取得した者であっても、申立



## 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（２）

権を行使しうる、と判断されることになろう。したがって、同決定を評釈の対象とするこの見解からすれば、その限りにおいて、同決定は否定的に評価される、ということになりそうである。ところが、この見解は、同決定を肯定的に評価しているのである<sup>161)</sup>。

この点について<sup>162)</sup>、この見解は、開示④が会社法により要求されているものではないから、「どのような決議を行うかを事前に会社が公告」する手段に相当するものとして開示④を想定していないのかもしれない<sup>163)</sup><sup>164)</sup>。そうだとすれば、確かに「現行法のもとでは」、基準日時点にまたはその後株主総会成立が決定する前までに「株主総会決議の具体的内容を株主（になろうとする者）が知りうる制度的手当ては存在しない」（☐参照）ということになるであろう。また、この見解は「自己の反対する行為を会社が行うことを知りながら、あえて株式を取得した者まで株式買取請求権で保護する必要はなく、株主総会決議後に株式を取得した者に株式買取請求権を付与する必要はないであろう」と述べた上で、「このことは、会社法172条1項に基づく価格決定申立てについても妥当する」と考えていると読みうる<sup>165)</sup>。以上からすれば、この見解は、前述した制度的手当てが存在しない状況においては、株主総会決議成立が決定したこと（が公表されたこと<sup>166)</sup>）を重視している、とも整理しえようか。そして、実際に重視しているのであれば、基準日後株主であっても（開示⑤によって）株主総会決議成立が決定する（決定したことが公表される）前に対象会社の株式を取得した者であれば、申立権を行使しうる（が、その後に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考えられることになるように思われる<sup>167)</sup>。そうだとすれば、東宝不動産地裁決定と結論を同じくすることになると言いうるから、同決定を肯定的に評価するということになるであろう。

### 二 基準日後株主が一定の認識後株主であれば申立権を行使しうるかなど

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と読みうる箇所もあった（第二項



二(一)(6)参照)。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であると言える(第一項一参照)「認識」という文言について、学説においては、以下のような見解がある。

(一) 白井正和の見解

第一に、株主などが(おそらくは)開示①による公表<sup>168)</sup>によってMBOなど「の実施可能性を認識していたことが疑われる」としても、(おそらく)実際に認識していたかどうかという<sup>169)</sup>「主観に基づいて権利行使を認めるかどうかを判断する」といった運用は実際には容易ではないと考えられる」と指摘する見解がある<sup>170)</sup>。そして、この見解は、その指摘を根拠の一つとして<sup>171)</sup>、基準日より前に開示①が行われることが通常である二段階買収においてであっても(第一項二参照)、基準日後株主は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である(一(一)(2)参照)<sup>172)</sup>。

(二) 飯田秀総の見解

第二に、基準日後株主は開示②によって株主総会決議成立が確実になったことを少なくとも「容易に知り得た」から、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と読みうる見解がある(一(二)参照)。この点について、「知り得た」という文言は「認識しえた」と同義であると一応は整理しうるように思われる。そうであるとすれば、この見解は、基準日後株主が開示②によって決議成立が確実になったことを認識しえたことを重視し、実際に認識していたかどうかという「主観に基づいて権利行使を認めるかどうかを判断する」といった運用を行うまでもなく、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とも整理しうるであろう。つまりは、この見解と(一)において引用した見解とは、一方で、そのような運用を行わない、という点で(おそらく)共通しているが、他方で、申立権を行使しうるかどうかなどに係る結論を異にしている、と整理しうるということになる。<sup>173)</sup>

三 決議成立決定に係る整理

第二項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

## 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（２）

も原則として申立権を有する、と判断していると読みうる。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であった場合（基準日後株主のうち総会決議後株主）には、申立権を行使しえない、と判断されるかのように読みうる箇所もあった（第二項一(一)、(三)、(四)および二(一)(5)参照）。以下においては、同様の結論を提示している学説などについて（本項一における内容と一部重複するが）整理を行う<sup>174)</sup>。

### (一) 総会決議後株主による申立権の行使

#### (1) 総会決議後株主は申立権を行使しえないと判断すべきであるとする見解

裁判例と同様に、基準日後株主のうち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<sup>175)</sup>。この見解は、株式買取請求権に係る見解を参照するものである。すなわち、「基準日後に取得された株式（総会で議決権を行使できない株式）も株式買取請求の対象になるが」、「不利益を被ると主張する行為がなされることが決定した後に株式を買い増す必要はないはずだから」、「総会決議の時までに株主名簿の名義書換え・振替口座簿への増加の記載がされていない株式は、株式買取請求の対象とならない」と述べる見解である<sup>176)</sup>。

#### (2) 総会決議後株主であっても申立権を行使すると判断すべきであるとする見解

他方で、「キャッシュ・アウトの場合には、その意思に反して株主の地位を失うすべての株主に、本来は、その株式が取得される価格を争う機会が認められるべきである」ことを根拠にして、「総会決議後に株式を取得した株主にも、原則としては価格決定の申立権は認められるとおもわれる」と述べる見解がある<sup>177)</sup>。さらに、「スクイーズアウト（少数派株主の締出）の事案では」、「少数派株主の持分は端数処理されるため（会234条1項2号）、最終的にいくら価値の取得対価をもらえるかは不明といえる」ということを根拠にして、同様に述べる見解もある<sup>178)</sup>。これらの見解によれば、総会決議後株主であっても「取得日の前日」（172条1項）までに<sup>179)</sup> 対象会社の株式を取得した者であれば、申立

権を行使しうる、と判断すべきであるということになると思われる。したがって、裁判例は否定的に評価されることになろう。

(二) 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、決議が成立したことや決議がされたこと自体に言及している。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（第二項二(三)(4)参照）。この点について、学説においても、同様に考えていると読みうる見解がある<sup>180)181)</sup>。なお、この見解が株式買取請求権に係る見解を参照するものであることについては前述したとおりである（(一)(1)参照）。

第四項 裁判例および学説の検討

本項においては、第二項および第三項において整理した裁判例および学説を以下の順序で検討する。第一に、当該検討の前段階として、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「暗闇への跳躍」（第一項一参照）の整理などを行う（一）。第二に、（利益相反構造のある）二段階買取においては、整理した暗闇への跳躍という根拠に鑑みれば、基準日後株主であっても<sup>182)</sup>、さらには、そのうちのいつの時点までに対象会社の株式を取得した者であれば、取得価格決定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について検討する（二(一)および(二)）。第三に、同様に暗闇への跳躍という根拠に鑑みれば、（基準日後株主ではなく、）開示①による公表前に対象会社の株式を取得していた株主（開示①公表前株主<sup>183)</sup>、さらには、その後に取得した基準日株主（開示①公表後株主のうち基準日株主）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かについて検討する（二(三)および(四)）。第四に、いずれかの情報

## 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（２）

開示によって議題・議案（の予定）などが公表されていたとしても、そのことを認識せずに（知らずに）対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使するなどと考えるべきであるということになるかについて検討する（三）。第五に、それらを公表するよう求められているにもかかわらずいずれかの情報開示によって議題・議案（の予定）などが公表されていない間に対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使するなどと考えるべきであるということになるかについて検討する（四）。第六に、本款の総括を行う（五）。

### 一 暗闇への跳躍という根拠の整理

これまで本款において整理したのは、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、基準日後株主であっても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および学説である。そのような暗闇への跳躍という根拠は、「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」という点を問題視するものであった。そして、その根拠は、実質的にみれば、いずれかの情報開示によって<sup>184)</sup>組織再編など（公開買付けには言及していないことからすればおそらく一段階買収（第一章第二節第三款第一項（第一）参照）が想定されていると思われる）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）ことを重視し、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について判断するものである、ということになろう（第一項一参照）。

そして、これまで整理した学説の大部分も、いずれかの情報開示によって「どのような議題・議案が提出されるか」（についての予定）などが公表されたものと考えた上で、その公表を重視していると整理しうる（第三項一（一）ないし（三）参照）。他方で、これまで整理した裁判例と一部の学説（以下「裁判例など」とい

う)は、そうではなく、株主総会決議成立が決定したこと(が公表されたこと)を重視していると整理しうる(第二項二-(ⅴ5)、(ⅱ)、(ⅲ)、第三項一柱書、(ⅳ参照)。つまりは、裁判例などは、暗闇への跳躍という根拠(および学説の大部分)とは重視している事柄を異にしていると基本的には<sup>185)</sup>言えるのである(第一項一参照)。

そこで、暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて(第二款および第三款参照)、そのような裁判例などが妥当であるということになるかどうかを検討するために<sup>186)</sup>、それらとは以上のように重視している事柄を異にしている暗闇への跳躍という根拠が、(議題・議案の公表を重視することによって、)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ているのか、さらには、そもそもその利益を保護すること自体が必要なのかをまずは明らかにする(第一章第二節第一款(第一)参照)。そして、そのように整理した上での当該根拠によれば(または当該根拠と同様に考えるのであれば)、基準日株主も含めてどの範囲の者であれば株式買取請求権を行使しうると考えるべきであるということになるかについて明らかにする。

(一) 暗闇への跳躍に係る整理1(議題議案公表前に取得した基準日後株主)

株主は、基準日後に取得された株式について基本的には議決権を行使しえない<sup>187)</sup>。したがって、その取得時点には「どのような議題・議案が提出されるか」を知らなかったが、その取得後に(議題・議案の公表を通じて)組織再編に係る議題・議案を初めて((ⅲ)参照)知ることとなった基準日後株主(基準日後株主のうち議題議案公表前株主)は、当該議題・議案に記載されている組織再編が行われること自体や組織再編に際して受け取ることとなる対価の額などに不服であったとしても、基準日後に取得した株式をもって反対の議決権を行使することによって当該議題・議案を否決することはできない。その結果、他の株主が基準日前に取得した株式をもって反対の議決権を行使することによって当該議題・議案が否決されず、可決されてしまった場合には、基準日後株主は、まさに「どのようなことが決議されても」(第一項一参照)、原則として<sup>188)</sup>その決議に拘束されることになる。

## 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（２）

そのような状況に至ることを懸念する者は、前述した不服を解消するための実効的な救済手段（方法）を利用しえないのであれば、そもそも基準日から議題・議案が公表されるまでの間<sup>189)</sup>、(二)において後述する場面とは異なり) いずれの会社<sup>190)</sup>の株式も取得しようとは思わなくなる、ということになるかもしれない。または、取得しようと思う場合であっても、前述した不服が生じる可能性を踏まえて、基準日前の市場価格よりも低い価格でしか取得しようとはしないかもしれない。その結果、基準日から議題・議案が公表されるまでの間、いずれの会社においても、基準日前の市場価格とそれほど乖離しない価格での<sup>191)</sup>株式の売買が行われなくなる、という事態が引き起こされるということになるか<sup>192)</sup>。そして、そのことが、何らかの問題を生じさせるということになるのであれば、(二)において後述する場面とは異なり、)そもそも取得されなかったり、そのように低い価格でしか取得されなくてもかまわない、と考えることはできないと思われる。

他方で、組織再編が行われること自体や組織再編に際して受け取ることとなる対価の額などに不服であるにもかかわらず、可決された決議に拘束される状況を至ることを懸念する者が、その不服を解消するために実効的な救済手段を利用するのであれば、そのような事態が引き起こされることはない、ということになるか。もしそうだとすれば、そのような救済手段<sup>193)</sup>として基準日後株主のうち議題議案公表前株主が行使しようと考えるべきである権利が株式買取請求権である、と理解しようとする見解が暗闇への跳躍という根拠を提示している見解であるとも整理しようように思われる<sup>194)195)</sup>。

以上からすれば、暗闇への跳躍という根拠は、まずは、株式買取請求権を行使しようと考えることによって、基準日後株主のうち議題議案公表前株主が前述した不服を解消しうることによって得られる利益を保護することを目的とするものであると言えよう。そして、そのような利益の保護によって結果的に保護されることになるのは、基準日から議題・議案が公表されるまでの間にも基準日前の市場価格とそれほど乖離しない価格での株式の売買が行われるという状況において<sup>196)</sup>、(前述した何らかの問題が生じなくなることによって) いずれの

会社にももたらされる可能性のある何らかの利益であるということになるように思われる。そのような利益（生じなくなる問題）として考えられうるのは、（その会社の株式の本質的（客観的）価値（組織再編が行なわれなかった場合の価値）とそれほど乖離していないとして、そのような）基準日前の市場価格とそれほど乖離しない価格で新株を発行しうることによる資金調達の便宜（ただし、(三)(1)とは異なり、基準日から議題・議案が公表されるまでの間という期間における便宜）ということになるだろうか。もしそうだとすれば、そのような資金調達の実現によって企業価値を高める新規投資が実施されるという状況を確認する<sup>197)</sup> ためにも、その利益は保護されるべきものである、と言えるかもしれない（第一章第二節第一款（第一）参照）。

(二) 暗闇への跳躍に係る整理 2（議題議案公表後に取得した基準日後株主）

(一)においては、基準日後に株式を取得し、その後、（いずれかの情報開示による議題・議案の公表を通じて）組織再編に係る議題・議案を知ることとなった者（基準日後株主のうち議題議案公表前株主）であっても株式買取請求権を行使しうる、と考えることによって保護されることとなる利益について述べた。それに対して、基準日後に株式を取得した者が、その取得の時点において（いずれかの情報開示による議題・議案の公表を通じて）組織再編に係る議題・議案を知っていた場合（すなわち、その取得時点において「どのような議題・議案が提出されるか」を知っていた場合）はどうであろうか。

この場合にも、その者（基準日後株主のうち議題議案公表後株主）は、もしその議題・議案に記載されている組織再編が行われること自体や組織再編に際して受け取ることとなる対価の額などに不服であったとしても、基準日後に取得した株式をもって反対の議決権を行使することによって当該議題・議案を否決することはできない。その結果、「どのようなことが決議されても」（第一項一参照）、原則としてその決議に拘束されることになる、という点において、(一)において前述した議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主と同様である。

そのような状況に至ることを懸念する者が、前述した不服を解消するための



## 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（２）

実効的な救済手段を利用しえないのであれば、そもそも（基準日から議題・議案が公表されるまでの間ではなく（一）参照）、そのような議題・議案が公表された以降に、株式を取得しようとは思わなくなったり、基準日前の市場価格などより低い価格でしか取得しようとしなくなったりする、ということになるだろうか。しかし、この点を問題視する必要はないように思われる。つまり、この点において、（一）において前述した議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主とは異なると言えるように思われるのである。その理由は以下のとおりである。

そもそも（通常であればただし（三）参照）基準日後である組織再編に係る議題議案公表後には、前述した状況に至ることを懸念する者は、まさに「どのような議題・議案が提出されるかを」「知り得ない状況に」はない（「知り得る状況にある」）のであるから、実際に知っているのであれば株式を取得しないこともできるであろう。したがって、そのような者は、救済手段を利用しえないのであれば（利用しえないことが分かっているのならば）、そもそも基準日後である組織再編に係る議題議案公表後には、当該公表が行われた会社の株式を取得しなければよいだけではないだろうか<sup>198)</sup>。

また、（基準日から議題・議案が公表されるまでの間はともかくとして<sup>199)</sup>）議題・議案が公表された以降に、その株式が取得されなくなる、または、基準日前の市場価格などよりも低い価格<sup>200)</sup>でしか取得されなくなる（ひいては、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格での株式の売買が行われなくなるという事態が引き起こされることとなる）会社があるとしても、それは組織再編に係る議題・議案が公表された会社だけであろう。なぜならば、まさにそのような議題・議案が公表された会社の株主こそが、（もし可決されれば）組織再編に係る株主総会決議に拘束されることになる。ひいては、前述した（不服があるとしてその）不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえない、ということが現実に問題になるからである。そして、そのような会社（のうち、特に実質的にみて吸収されることになると言える会社）が、少なくとも組織再編の効力発生日までは、企業価値を高める新規投資を実施しようと急遽考えたとしても、そのた

めに新株発行による資金調達を実施しようとすることはあまりないように思われるし、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格で実施したいのであれば組織再編を中止すればよい(ただし(1)参照)。もしそうだとすれば、基準日後株主が、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した者であっても、株式買取請求権を行使しうる、と考えることによって、そのような会社の資金調達の便宜という利益を保護する必要はないであろう<sup>201)</sup>。

他方で、(少なくともその時点で設定されている基準日に基づく株主総会に係る)議題・議案の公表によって(他の事項が決議事項であることが公表された結果として)組織再編が決議事項とはされないことが明らかになった会社においては(基準日から議題・議案が公表されるまでの間はともかくとして、)そのような議題・議案が公表された以降に、その株式が取得されなくなる、または、基準日前の市場価格などよりも低い価格でしか取得されなくなる、ということはないであろう(つまりは、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格での株式の売買が行われなくなる、という事態が引き起こされることはないであろう)。なぜならば、そのような会社の株主は(次回以降の株主総会における議題・議案の公表によって組織再編が決議事項とされることが明らかになり、当該総会決議成立が決定するまでは(ただし(-)および(三)(1)参照))組織再編に係る株主総会決議に拘束されることはない。ひいては、前述した(不服が生じるとしてその)不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえない、ということが現実の問題にならないからである。したがって、基準日後株主が、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した者であれば、株式買取請求権を行使しえない、と考えるとしても、そのような会社の資金調達の便宜という利益に影響が及ぶことはないといえよう。

以上からすれば、(暗闇への跳躍という根拠を提示する見解においては、以上は明らかにされていないが、確かに前述した整理の結果(第一項一および本項一柱書参照)と一致するとおり、)基準日後株主が、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した者である場合とは異なり、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した者である場合であっても株式買取請求権を行使しうる、と考える必要はないように思われる。

（三）暗闇への跳躍に係る整理 3（基準日株主）

（一）および（二）においては、基準日後に組織再編に係る議題・議案が初めて公表される（またはそれ以外の議題・議案が初めて公表されることによって組織再編が決議事項とはされないことが明らかになる）場合において、基準日後株主のうち当該公表前後に株式を取得した者が、株式買取請求権を行使しうる、と考えるべきであるということになるかどうかに関連して、そのように考えることによって保護されることとなる利益を明らかにした上で、暗闇の跳躍という根拠の整理を行った。他方で、いずれかの情報開示によって組織再編に係る議題・議案が付議されるであろう（予定である）こと（以下、便宜的に「組織再編付議予定」という）が基準日までに公表などされた場合に<sup>202)</sup>、当該公表前後に株式を取得した基準日株主であっても、株式買取請求権を行使しうる、と考えるべきであるかどうかに関連しても、そのように考えることによって保護されることとなる利益に着目しながら同様に整理しうるように思われる<sup>203)</sup>。なぜならば、その場合には、暗闇への跳躍という根拠が問題視していた「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」ではなくなると言える<sup>204)</sup>。その限りにおいて、暗闇への跳躍という根拠によって株式買取請求権を行使しうる、と考えるべきであるかどうか議論される基準日後株主と（785条2項1号イなどが定める要件を満たせば株式買取請求権を少なくとも有することになる）基準日株主とに差異はないからである。そこで、以下においては、その場合に係る整理を行う。

（1）組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主

そもそも暗闇への跳躍という根拠は、基準日後に取得した株式をもって反対の議決権を行使しえない基準日後株主が、（議題・議案の公表を通じて）組織再編に係る議題・議案を初めて知ることとなった場合に、その議題・議案に記載されている組織再編が行われることや組織再編に際して受け取ることとなる対価の額などに不服であったとしても、他の株主が基準日前に取得した株式をもって反対の議決権を行使することによっては当該議題・議案が否決されず、可決されてしまったときには、「どのようなことが決議されても」その決議に拘束

されることになることにまずは着目するものであると整理しうる（(-)参照）。

他方で、基準日前に取得された株式については、基本的には議決権を行使しうる<sup>205)</sup>。したがって、その取得時点には「どのような議題・議案が提出されるか」を知らなかったが、その取得後に、いずれかの情報開示による組織再編付議予定の公表などを通じて組織再編付議予定を知ることとなった基準日株主（基準日株主のうち組織再編付議予定公表前株主）は、もし付議予定として記載されている組織再編が行われること自体や組織再編に際して受け取ることとなる対価の額などに不服であったとしたら、基準日前に取得した株式をもって単独でまたは他の株主と共に反対の議決権を行使することによって組織再編に係る議題・議案を否決しうる可能性がないわけではない。この点において、(-)および(二)において前述した基準日後株主とは異なる。とはいえ、他の株主が賛成の議決権を行使することによって否決されずに、可決されてしまった場合に、「どのような決議がされても」その決議に拘束されることになるという点では、(-)および(二)において前述した基準日後株主と同様である。

そのような状況に至ることを懸念する者は、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえないのであれば、そもそも (-)とは異なり、基準日後から議題・議案が公表されるまでの間という短期間に限定されることなく) いずれの会社の株式をも取得しなくなったり、前述した不服が生じる可能性を踏まえて、その会社の株式の本質的（客観的）価値（組織再編が行われなかった場合の価値）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。この点について、(2)において後述する場面とは異なり、) そもそも取得されなかったり、そのように低い価格でしか取得されなくてもかまわない、と考えることはできないと思われるということも、(-)と同様である。むしろ、基準日から議題・議案が公表されるまでの間という短期間（(-)参照）に限定されることなく、いずれの会社においても、その会社の株式の本質的（客観的）価値とそれほど乖離していないとして、そのような市場価格での株式の売買が行われなくなる、という事態が引き起こされるということになりそうであるという点で<sup>206)</sup>、(-)において前述した場合よりも、資金調達の便宜という利益に対する影響が大きくなる

## 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（２）

ようにも思われる<sup>207)</sup>。他方で、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しうるのであれば、そのような問題が引き起こされることはない（影響は小さくなる）、ということになろうか。

以上に鑑みれば、基準日株主について検討するにあたって、基準日後株主に係る暗闇への跳躍という根拠と同様に、「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」という点を問題視すべきである、ということになりそうである。したがって、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主については、株式買収請求権を行使しうる、と考えるべきであるということになるように思われる<sup>208)</sup>。

### (2) 組織再編付議予定公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主

他方で、組織再編付議予定公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主（すなわち、その取得時点には「どのような議題・議案が提出されるか」を知っていた者（基準日株主のうち組織再編付議予定公表後株主））はどうであろうか。当該株主は、基準日前に取得した株式をもって単独でまたは他の株主と共に反対の議決権を行使することによって組織再編に係る議題・議案を否決しうる可能性がないわけではない点において、(1)において前述した組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主と同様であり、(一)および(二)において前述した基準日後株主とは異なる。とはいえ、他の株主が賛成の議決権を行使することによって否決されずに、可決されてしまった場合に、「どのような決議がされても」その決議に拘束されることになるという点では、(1)において前述した組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主や、(一)および(二)において前述した基準日後株主と同様である。

そのような状況に至ることを懸念する者は、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえないのであれば、そもそも（(1)とは異なり、）組織再編付議予定が公表されてから基準日までの間に<sup>209)</sup>、株式を取得しようとは思わなくなったり、その会社の本質的（客観的）価値（組織再編が行われなかった場合の価値）とそれほど乖離していないとして、そのような組織再編付議予定

公表前の市場価格より低い価格でしか取得しようとしなくなったりするのだろうか。しかし、(一)および(1)のとおり考えるのであれば) その点を問題視する必要はないのではないだろうか。その理由は、(二)において前述した理由と同様である。

以上、暗闇への跳躍という根拠が問題視していた「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」ではなくなることに鑑みる限りにおいて、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主であっても、株式買取請求権を行使しうると考える必要はないように思われる。<sup>210)</sup>

## 二 一定の公表後株主は申立権を行使しうるかなど

### (一) 基準日後株主に係る検討1 (開示⑤を重視する裁判例などに係る検討)

#### (1) 「知り得ない状況に」はない(「知り得」る状況にある)ことに着目した検討

裁判例などは開示⑤によって株主総会決議成立が決定したことが公表されたことを重視している、と(とりあえずは)整理しうる(第二項二(一)(5)、(二)、(三)、第三項一柱書、四、本項一柱書参照)。当該整理によれば、基準日後株主は、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者でなければ、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ろう。もっとも、そのように考えることによって、どの範囲の者のどのような利益が保護されることになるのであろうか。また、そもそもその利益を保護すること自体が必要であると言えるのであろうか(第一章第二節第一款(第一)参照)。この点について、一において整理した上での暗闇への跳躍という根拠に鑑みて<sup>211)</sup> 検討すれば、以下のようになるのではないだろうか。

基準日後株主は、開示④によって公表されるであろう(第一項二四参照)、取締役会決議により確定した議題・議案に記載されている全部取得が行われること自体や全部取得に際して受け取ることとなる取得対価に不服であったとしても、基準日後に取得した株式をもって反対の議決権を行使することによって当該議題・議案を否決することはできない。その結果、「どのようなことが決議されても」(第一項一参照)、原則としてその決議に拘束されることになる、と

## 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（２）

いう点において、暗闇への跳躍という根拠に関連して前述した議題議案公表前または公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主と同様である（一(一)および(二)参照）。つまりは、基準日後株主は、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者（総会決議後株主）でなければ、（救済手段としての）申立権を行使しうるなどと考えることによって、結果的には、当該株主が前述した不服を解消しうることによって得られる利益が保護されることになろう<sup>212)</sup>。

他方で、前述した状況に至ることを懸念する者が、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえないのであれば、そもそも基準日から開示⑤によって株主総会成立が決定したことが公表されるまでの間、株式を取得しようとしなくなったり、取得しようと思う場合であっても、前述した不服が生じる可能性を踏まえて、基準日前の市場価格などより低い価格でしか取得しようとしなくなったりする、ということになろうか。しかし、株式が取得されないなどといった点を問題視して、前述した利益を保護する必要はないように思われる。つまり、この点においては、暗闇への跳躍という根拠に関連して前述した、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主とは異なるし、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主と同様であると言えるように思われるのである（一(一)および(二)参照）。その理由は以下のとおりである。

そもそも（通常であれば）基準日後である開示④公表後には（第一項二(三)および(四)参照）、前述した状況に至ることを懸念する者は、まさに「どのような議題・議案が提出されるのかを知り得ない状況に」はない（「知り得る状況にある」（第一項一参照））のであるから、実際に知っているのであれば株式を取得しないこともできるであろう。したがって、そのような者は、救済手段を利用しえないのであれば（利用しえないことが分かっているのならば）、「対象会社」の株式を取得しなければよいだけではないだろうか（一(二)参照）。

さらに言えば、そもそも（利益相反構造のある）二段階買収においては、開示①によって第二段階として全部取得条項付種類株式に係る全部取得が行われる予定であること、その際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公表される（第一項二（一）参照）。つまりは、開示①による公表によって、公開買付けの結果、第二段階の全部取得に係る株主総会決議成立が決定することが確実となれば、取締役会決議により確定された議題・議案が全部取得が行われることなどになるであろうこと、ひいては、それが開示④によって公表されるであろうことは明らかとなるのである。まさに「どのような議題・議案が提出されるのか」（についての予定であればそれ）を「知り得ない状況に」はない（「知り得る状況にある」と言えよう。そして、（通常であれば）そのような開示①（および開示②）は基準日前に行われる（第一項二参照）<sup>213</sup>）。以上に鑑みれば、前述した状況に至ることを懸念する者は、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえないのであれば（利用しえないことが分かっているのならば）、（開示④公表後のみならず）開示①公表後、ひいては、基準日後には、対象会社の株式を取得しなければよいだけではないだろうか（一〇参照）。

加えて、基準日後にその株式が取得されなくなるまたは基準日前の市場価格などよりも低い価格<sup>214</sup>でしか取得されなくなる（ひいては、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格での株式の売買が行われなくなるという事態が引き起こされることとなる）会社があるとしても、それは開示①が行われた対象会社だけであろう<sup>215</sup>）。なぜならば、まさに開示①が行われた対象会社の株主こそが、全部取得に係る株主総会決議に拘束されることになる。ひいては、前述した（不服があるとしてその）不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえない、ということが現実の問題になるからである。そして、そのような対象会社は、通常であれば少なくとも「取得日」までは、企業価値を高める新規投資を実施しようと急遽考えたとしても、そのために（全部取得を中止することなく）新株発行による資金調達を実施しようとすることはあまりないように思われる。もしそうだとすれば、開示①公表後に対象会社の株式を取得する者でもある基準日後株主であっても、（開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者でなければ、）（救済手段としての）申立権を行使しうるなどと考えることによって、そのような対象会社の資金調達の便宜という利益を保護する必要はないであろう（一

## 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（２）

（二）参照<sup>216)</sup>。

他方で、開示①が行われていない会社においては、基準日後に、その株式が取得されなくなる、または、基準日前の市場価格よりも低い価格でしか取得されなくなる、ということはないであろう（ひいては、基準日前の市場価格とそれほど乖離しない価格での株式の売買が行われなくなる、という事態が引き起こされることはないであろう）。なぜならば、そのような会社の株主は（その後、開示①が行われることがあったとして、それにより次回以降の株主総会において全部取得が議題・議案とされることが明らかになり、当該総会決議成立が決定するまでは（ただし、四(2)参照）全部取得に係る株主総会決議に拘束されることはない。ひいては、前述した（不服が生じるとしてその）不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえない、ということが現実に問題にならないからである<sup>217)</sup>。したがって、開示①公表後に対象会社の株式を取得する者でもある基準日後株主は、（開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者であろうがなかろうが、）申立権を行使しえないなどと考えるとしても、そのような会社の資金調達の便宜という利益に影響が及ぶことはないといえよう（一(二)参照）。

以上、暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、開示①公表後に対象会社の株式を取得する者でもある基準日後株主は、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者であろうがなかろうが、申立権を行使しうるなどと考える必要はないように思われる。つまりは、裁判例などのように、開示⑤によって株主総会決議成立が決定したこと（が公表されたこと）を重視する必要はないように思われるのである<sup>218)</sup>。

（２）「知り得ない状況にある」ことに着目した検討

（利益相反構造のある）二段階買収においては、(1)において前述した状況に至ることを懸念する者は、前述した不服を解消するための実効的な救済手段を利用しえないのであれば（利用しえないことが分かっているのならば）、開示①公表後、ひいては、基準日後には、対象会社の株式を取得しなければよいだけである。また、基準日後株主が申立権を行使しえない、と考えたとしても、対象会社やその他の会社の資金調達の便宜という利益に影響が及ぶことはないように

思われる（(1)参照）。もっとも、以上をさておくとしても、暗闇への跳躍という根拠におけるのと同様に<sup>219)</sup>「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、裁判例などは妥当ではないと思われる。以下、その理由について説明する。

ア) 撤回可能性を踏まえた検討

裁判例などは、基準日後株主が、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した者であれば（基準日後株主のうち開示⑤公表前株主）、（救済手段としての）申立権を行使しうる、と考えていると読みうる。他方で、基準日後株主が、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者であれば（基準日後株主のうち開示⑤公表後株主）、申立権を行使しえないなどと考えるべきであるということになろう（第二項二(→)5、(二)、(三)、(四)、第三項一柱書、(四)、本項一柱書参照）。しかし、いずれの株主にも、同様の不服が生じる可能性があるのではないだろうか。

まず、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主は、開示①ないし開示④によって全部取得に係る株主総会決議が行われる予定であることなどについては知りうるが、対象会社の株式を取得した時点においてはまだ決議が（なされたことに係る公表が）なされていないのであるから、その決議成立が実際に決定したということについては知りようがない（「知り得ない」）。そして、その後その決議成立が実際に決定し（、その公表がなされ）た時点において、全部取得が行われること自体などに（もし不服なのであれば）不服が生じることになるところ、裁判例などのように、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した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よって、その不服を解消しうることによって得られる利益が保護されることになる（一(→)、(二)、二(→)1参照）。

他方で、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主は、開示⑤によって全部取得に係る株主総会決議成立が実際に決定したことについては知りうる。とはいえ、当該決議がなされても、「会社が撤回しない限り」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などが確定するにすぎないともいえるかもしれない（第二項二(三)3イ・ウ参照）。つまり

## 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（２）

は、株主総会決議成立が決定した後、取得日までに撤回がなされる可能性がないわけではないかもしれないのである。そうだとすれば、対象会社の株式を取得した時点においてまだ株主総会決議の撤回がなされていないとしても、その時点においてはその後取得日までに実際に撤回されるかどうかについては知りようがない（「知り得ない」）。そして、その後取得日までに撤回されなかった場合には、取得日時点において、全部取得が行われること自体などに（もし不服なのであれば）不服が生じることになる。

以上からすれば、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主にも、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主にも、対象会社の株式を取得した時点においては知りえなかった状況に至ることによって、同様の不服が生じる可能性があるものであり、その点において両者は共通している。そして、その不服を解消しうることによって得られる利益を保護することを貫徹するのであれば、その共通点に着目して、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主だけでなく、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した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べきである、ということになるのではないだろうか。つまりは、暗闇への跳躍という根拠におけるのと同様に「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、裁判例などは妥当ではないように思われるのである。

### イ) 端数処理手続きを踏まえた検討

開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主は、（これまで前述した状況と異なり、）全部取得が行われること自体や取得対価については端数処理手続（第二項二③(3)ウ参照）を経て交付されることになる実質的な対価としての現金額についての不服を有してはいない、という場合もあるかもしれない。とはいえ、実際に当該現金が交付されないということになれば、そのことについての不服は生じるであろう。そうであるにもかかわらず、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主は、対象会社の株式を取得した時点においては、その後実際に当該現金が交付されるかどうかについては知りようがない（「知り得ない」）。もっとも、実際に交付されない可能性が高くなったことが、

(取得後から)「取得日」前日までに(申立権行使可能期間中に)<sup>220)</sup>予想されるといふ場合もあるかもしれない。その場合には、申立権を行使すれば、「対象会社」から(少なくとも)同額の現金を支払ってもらえる、ということになる(221)。そして、裁判例などによれば、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主は申立権を行使しうると判断されるから、当該株主が、実際に申立権を行使し、当該現金を支払ってもらえれば、そもそも前述した不服が生じることはないということになる。つまりは、裁判例などのように、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主であっても、申立権を行使しうると考えることによって、そもそも前述した不服が生じることはないという状況に至ることによって得られる利益が保護される(不服が生じるという状況に至ることによって生じる不利益が回避される)ことになるのである。

他方で、裁判例などによれば、申立権を行使しえないなどと考えるべきであるということになりそうである開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主であっても、全部取得が行われること自体や取得対価ひいては端数処理手続を経て交付されることになる実質的な対価としての現金額についての不服を有してはいない、という場合があるかもしれない。とはいえ、実際に当該現金が交付されないということになれば、そのことについての不服が生じるであろう。つまりは、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主と同様の不服が生じる可能性があるのである。そして、同様に、対象会社の株式を取得した時点においては、その後実際に当該現金を交付されることになるかどうかは知りようがない(「知り得ない」)。

以上、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主にも、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主にも、対象会社の株式を取得した時点においては知りえなかった状況に至ることによって、同様の不服が生じる可能性があるものであり、その点において両者は共通している。そして、その不服が生じることはないという利益を保護する(不服が生じるという状態に至ることによって生じる不利益を回避する)ことを貫徹するのであれば、その共通点に着目して、開示⑤公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主だけでは

## 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（２）

なく、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主であっても申立権を行使しようとするべきである、ということになるのではないだろうか。つまりは、暗闇への跳躍という根拠におけるのと同様に「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、裁判例などは妥当ではないように思われるのである<sup>222)</sup>。

### （二）基準日後株主に係る検討２（開示④を重視する学説に係る検討）

（一）において検討した裁判例などとは異なり、これまで整理してきた学説の大部分は、いずれかの情報開示によって「どのような議題・議案が提出されるか」（についての予定）などが公表されたものと考えた上で、その公表を重視していると整理しうる。そのうち、開示④による公表を重視していると整理しうる見解によれば、基準日後株主は、開示④公表後に対象会社の株式を取得した者でなければ（開示④公表前に取得した者であれば）、申立権を行使しうると判断されるべきであると考えることになろう（第三項（一）ないし（三）および本項一柱書参照）。

このように考えることによって、開示④公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主（基準後株主のうち開示④公表前株主）は、その後に開示④によって公表されることになった議題・議案に記載されている全部取得が行われること自体などに係る不服を解消しうることによって得られる利益を保護されることになろうか。他方で、このように考えなければ、基準日から開示④によって議題・議案が公表されるまでの間、株式が取得されないなどという事態に陥ることになろうか。しかし、その点を問題視して、前述した利益を保護する必要はないように思われる。つまり、この点においては、暗闇への跳躍という根拠に関連して前述した、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主とは異なるし、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主と同様であるといえるように思われるのである（一（一）および（二）参照）。その理由は、申立権を行使しうると考えるべきであるかどうかの問題とされてきた、（開示①公表後に行われる）開示⑤公表前後に対象会社の株式を取得した基準日後株主に係る検討において述べたことと同様である（一（一）参照<sup>223)</sup>）。

(三) 基準日株主に係る検討1 (開示②を重視する学説に係る検討)

開示②による公表を重視していると整理しうる見解によれば、基準日よりも前に開示② (および開示①) が行われることが通常である二段階買収においては (第一項二参照)、基準日後株主であれば、申立権を行使しえないなどと判断すべきである、ということになろう (第三項一〇参照)。暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、そのように考えたとしても、問題は生じないであろうことについては、前述したとおりである (一〇(1)および一〇参照)。

もっとも、この見解は、(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が行われた後に対象会社の株式を取得した者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ているように思われる (第三項一〇参照)。このように考えることによって、開示②公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主 (基準日株主のうち開示②公表後株主) は、その後に開示④などによって公表されることになる議題・議案に記載されている全部取得が行われること自体などに係る不服を解消しうることによって得られる利益を保護されることになろうか。他方で、このように考えなければ、開示②から基準日までの間、株式が取得されないなどという事態に陥ることになるか。しかし、その点を問題視して、前述した利益を保護する必要はないように思われる。つまり、この点においては、暗闇への跳躍という根拠に関連して前述した、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主とは異なるし、組織再編付議予定公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主と同様であるといえるように思われるのである (一〇参照)。その理由は、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかどうかの問題とされてきた、(開示①公表後に行われる) 開示⑤および④公表前後に対象会社の株式を取得した基準日後株主に係る検討において述べたことと同様である (一〇(1)および一〇参照)。なお、開示②公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主については四(1)参照<sup>224)</sup>。

(四) 基準日株主に係る検討2 (開示①を重視する学説などに係る検討)

(1) 開示①公表後株主

開示①による公表を重視していると整理しうる見解によれば、基準日よりも



## 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（２）

前に開示①および開示②が行われることが通常である二段階買収においては（第一項二参照）、基準日後株主であれば、申立権を行使しえないなどと判断すべきである、ということになろう。また、当該見解においては必ずしも明らかにされているわけではないが、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考えることになるように思われる（第三項一（一）参照）。暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、そのように考えたとしても、問題は生じないであろうことについては、前述したとおりである（一（一）ないし（三）参照）<sup>225)</sup>。

### （２）開示①公表前株主

暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、基準日株主は、開示①公表前に対象会社の株式を取得した者であれば、申立権を行使しうるなどと考えるべきであるということになろう。このように考えることによって、開示①公表前に対象会社の株式を取得した株主は、その後に開示①などによってその予定が公表されることになった議題・議案に記載されている全部取得が行われること自体などに係る不服を解消しうることによって得られる利益を保護されることになろう<sup>226)</sup>。他方で、このように考えなければ、（開示①公表後から基準日や株主総会決議成立が決定するまでといった期間の対象会社のみに限定されることなく）いずれの会社の株式も取得されなくなるなどの事態に陥るかもしれない。この点について、そのような事態に陥ってもかまわない、と考えることはできないと思われるということは、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主と同様である（一（三）（１）参照）<sup>227)</sup>。

### 三 一定の認識後株主は申立権を行使しうるかなど

前述してきたように、一において整理した上での暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、開示①によって二段階買収の実施可能性が公表された後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）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、申立権を行使しうるなどと考える必要はない（一および二参照）。もっとも、「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」(第一項一参照)という点を問題視するものである暗闇への跳躍という根拠によれば、(必ずしも明らかではないが、)いずれかの情報開示によって議題・議案が公表されていたとしても、そのことを認識せずに(知らずに)対象会社の株式を取得した者は、株式買取請求権を行使しうるなどと判断するべきであると考えるところになるかもしれない。そこで、以下では、この点に関連する裁判例(第二項二(一)(6)参照)および学説(第三項二参照)について検討などを行う。

(一) 主観に基づいた運用を行わない場合

前述したように、学説においては、株主などが(おそらくは)開示①による公表などによってMBOなど「の実施可能性を認識していたことが疑われる」としても、(おそらく)実際に認識していたかどうかという「主観に基づいて権利行使を認めるかどうかを判断する」といった運用は実際には容易ではないと考えられる」と指摘する見解があった(第三項二(一)参照)。また、裁判例においても、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)であれば、申立権を行使しえない、と判断されることになると読みうる箇所もあった(第二項一(一)参照)ところ、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うことなく、申立権を行使しうる、と結論づけていた(第二項二(一)(6)参照)。その理由は明らかにされていないが、その結論の背景には、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、判断することが困難である、ということがあるのかもしれない。

しかし、実際に認識していたかどうかという「主観に基づいて権利行使を認めるかどうかを判断する」といった運用は実際には容易ではない」ことのみを理由として、申立権を行使しうると考えるべきである、ということには必ずしもならないように思われる。なぜならば、そのような運用が実際には容易でないためにそのような運用を行わず、その結果、実際に認識していたかどうか明らかにならないのであれば、少なくとも(利益相反構造のある)二段階買収が実施される(上場会社である)対象会社の株式を開示①公表後に取得した者は、実

## 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（2）

際には認識していなかったとしても、容易に認識しえたのだから、認識していなかったことに配慮する必要はないとして、開示①による公表によって二段階買収の実施可能性を「認識した」と取り扱ってしまうべきである、という考え方もありうるように思われるからである。

この考え方によれば、開示①公表後に対象会社の株式を取得した者は、開示①による公表によって二段階買収の実施可能性を認識していたかどうかにかかわらず、（さらに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、）申立権を行使しえないなどと考えるべきであるということになろう。実際、第三項二(二)において引用した見解は、このような考え方に立っていると整理しうるかもしれない<sup>228)</sup>。

### (二) 主観に基づいた運用を行う余地を残しておく場合

もっとも、以下の点に留意すべきであろう。すなわち、確かに、開示①公表後に対象会社の株式を取得した者の大部分については、実際には認識していなかったとしても、当該公表によって二段階買収の実施可能性を容易に認識しえたのだから、認識していなかったことに配慮する必要はない、と言えるかもしれない。しかし、やむを得ない事情によって、容易に認識しえなかったし、実際に認識していなかった者もないわけではないかもしれない<sup>229)</sup>。そうであるにもかかわらず、その者も申立権を行使しえない、と判断されるのであれば、（開示①公表後から基準日や株主総会決議成立が決定するまでといった期間の対象会社のみ限定されることなく）いずれの会社の株式も取得されなくなるなどの事態に（ある程度は）陥るかもしれない。この点について、そのような事態に陥ってもかまわない、と考えることはできないと思われるということも、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主（一(三)1参照）や、開示①公表前に取得した基準日株主（二(四)2参照）と同様である。

そうだとすれば、開示①公表後に対象会社の株式を取得した者は、当該公表によって二段階買収の実施可能性を認識していた、と推認する（にとどめる）という運用を行うべきであるという考え方もありうるかもしれない<sup>230)</sup>。すなわち、まずは、当該公表によって二段階買収の実施可能性を容易に認識しえた

であろうから、認識していなかったことに配慮する必要はないであろうとして、当該公表後に対象会社の株式を取得した者は、原則として申立権を行使しえないなどと判断するという運用を行う<sup>231)232)</sup>。その上で、その者が、当該公表（およびそれ以後の開示による公表）<sup>233)</sup>によっては二段階買収の実施（可能性）を容易に認識しえなかったし<sup>234)</sup>、対象会社の株式を取得した時点においてまだ実際に認識していなかったことを疎明した場合には、例外的に申立権を行使しうるなどと判断するという運用を行う考え方である<sup>235)</sup>。

#### 四 公表が行われない時点において取得した者は申立権を行使しうるかなど

##### (一) 開示①による公表が行われなかった場合

前述してきたように、一において整理した上での暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限りにおいて、開示①によって二段階買収の実施可能性が公表された後に対象会社の株式を取得した者（開示①公表後株主）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、申立権を行使しうるなどと考える必要はない（一および二参照）。もっとも、（前述した裁判例（第二項一参照）に係る事案などとは異なり、もし<sup>236)</sup>）開示①（ないし④）による公表が行われなかった場合については、どのように考えるべきであろうか。この点について、いずれかの情報開示によって議題・議案（の予定）が公表されなければ、まさに暗闇という根拠が問題視している「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」ということになろうから、当該公表が行われるまでの間に対象会社の株式を取得した者は、株式買収請求権を行使しうると判断するべきであると考えられることになろう。そのような暗闇への跳躍という根拠に鑑みれば、申立権を行使しうるかどうかなどについては以下のように考えるべきであるということになるかもしれない。

すなわち、この場合には（それらによる公表が行われた場合と比較すれば）、二段階買収の実施（可能性）を容易に認識しえず、実際に認識せずに対象会社の株式を取得する者が多くなる可能性が高くなるかもしれない。そうであるにもかかわらず、その者は申立権を行使しえない、と判断されるのであれば、（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（２）

①公表後から基準日や株主総会決議成立が決定するまでといった期間の対象会社のみに限定されることなく）いずれの会社の株式も取得されなくなるなどの事態に陥るかもしれない。この点について、そのような事態に陥ってもかまわない、と考えることはできないと思われるということも、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主（一〇(1)参照）、開示①公表前に取得した基準日株主（二四(2)参照）や、容易に認識しえず、実際に認識していなかった開示①（ないし④）公表後株主（三〇参照）と同様である。そうだとすれば、開示①（ないし④）による公表が行われない間に対象会社の株式を取得した者は原則として申立権を行使しうるなどと判断するという運用を行った上で、当該公表が行われていないにもかかわらず、対象会社の株式を取得した時点においてその者が実際に二段階買収の実施（可能性）を認識していたことを対象会社が疎明した場合には、例外的に申立権を行使しえないなどと判断するという運用を行うべきであるということになるように思われる<sup>237)</sup>。

### （二）開示⑤による公表が行われなかった場合

（一）に関連して、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であった場合（基準日後株主のうち総会決議後株主）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った（第二項一(5)および(三)参照）。また、学説においても、同様に考えている見解があった（第三項三(1)参照）。これらの裁判例や学説は、株主総会決議成立が決定したことを重視していると整理しうる。つまり、あくまでも決定に着目しているにすぎず、（少なくとも明示的には、）開示⑤によって株主総会成立決議成立が決定したことが公表されたかどうかには着目していないと読みうるのである（第三項三(三)参照）。もしそうだとすれば、これらの裁判例などによれば、株主総会決議成立が決定した後に対象会社の株式を取得した者は、開示⑤によってその決定が公表されていないなくても、申立権を行使しえないなどと判断されることになるように思われる。

しかし、暗闇への跳躍という根拠におけるのと同様に「知り得ない状況にあ

る」という点を問題視する限りにおいて、(これらの裁判例および学説については前述したような問題があるが(二(-)(1)および(2)参照)、その他にも)以下のような問題がある。すなわち、株主総会決議成立が決定したことが公表されなければ、当該総会に出席していた株主以外の者は、公表されるまでの間においては、決定したことを容易には認識しえない(「知り得ない」)。したがって、(公表が行われた場合と比較すれば、)株主総会決議成立が決定することによって(一応は(第二項二(三)(3)イ・ウおよび本項二(-)(2)参照)確定すると言えるであろう(二段階買収の実施の一環としての)、取得日において全部取得されること自体などを容易に認識しえず、実際に認識せずに対象会社の株式を取得する者が多くなる可能性が生じることになるかもしれない。そうであるにもかかわらず、その者が申立権を行使しえないなどと判断されるのであれば、全部取得されること自体などに(もし不服なのであれば)不服が生じてもそれを解消しえないことになろう。その不服を解消しうることによって得られる利益を保護することを貫徹するのであれば(二(-)(2)(7)参照)、基準日後株主のうち総会決議後株主ではなく、基準日後株主のうち開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者(開示⑤公表後株主)であれば、申立権を行使しえないなどと判断されるべきである、ということになるのではないだろうか<sup>238)</sup>。つまりは、暗闇への跳躍という根拠におけるのと同様に「知り得ない状況にある」という点を問題視する限りにおいて、これらの裁判例などは妥当ではないように思われるのである。

## 五 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)二段階買収に際して行うよう求められる情報開示について確認した上で(第一項二参照)、株式買取請求権に係る「暗闇への跳躍」という根拠(第一項一参照)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・学説の整理・検討を行った(第二項ないし第四項)。その際には、まずは、そ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かを明らかにした上で、その利益を保護すること自体が

## 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（2）

必要なかどうか（第一章第二節第一款（第一）参照）について検討した。また、裁判例などが、その根拠において用いられている文言と関連する「公表」といった文言によって、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表現しているのかなど（第一章第二節第一款（第二）参照）についても明らかにした。さらには、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れば以下のとおりになる。

すなわち、そもそも暗闇への跳躍という根拠は、「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になろうとする者は必ずしも知り得ない状況にある」という点を問題視するものであるから、その根拠によれば、実際に「知り得ない状況にあ」った基準日後株主（議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日後株主）は株式買取請求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。そのように考えることによって最終的には、いずれの会社の資金調達の便宜という利益も保護されることになるところ、当該利益を保護することは妥当である（必要である）と整理しうる（一(一)参照）。この点は、組織再編に係る議題・議案が付議されるであろうことを実際に「知り得ない状況にあ」った基準日株主（組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主）であっても同様である（一(三)(1)参照）。

他方で、そのように「知り得ない状況に」はなかった（知り得る状況にあった）基準日後株主（議題議案公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主）であれば、株式買取請求権を行使しうるなどと考える必要はない。なぜならば、行使しえないと判断されるのであれば、その会社の株式を取得しなければよいだけであるし、そう考えたとしても、いずれの会社の資金調達の便宜という利益に影響が及ぶことはないといえるからである（一(二)参照）。この点は、組織再編に係る議題・議案が付議されるであろうことを「知り得ない状況に」はなかった基準日株主（組織再編付議予定公表後に対象会社の株式を取得した基準日株主）であっても同様である（一(三)(2)参照）。



以上のように整理しうる暗闇への跳躍という根拠に鑑みる限り、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、どの範囲の株主であれば申立権を行使しうるなど考えるべきであるかについては、以下のとおりになろう。すなわち、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、基準日後株主であるか基準日株主であるかにかかわらず、原則として申立権を行使しうるなど考える必要はない、ということになる。なぜならば、開示①によって「どのような議題・議案が提出されるか」についての予定が公表されることで、開示①公表後株主はまさに「どのような議題・議案が提出されるのか」（についての予定であればそれ）を「知り得ない状況に」はない（「知り得」る状況にある）。したがって、行使しえないなどと判断されるのであれば、対象会社の株式を取得しなければよいだけであるし、そう考えたとしても、いずれの会社の資金調達の便宜という利益に影響が及ぶことはないといえるからである（二-(1)、(2)ないし(4)(1)参照。裁判例などのその他の問題点については、二-(2)参照）。

他方で、開示①公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主であれば、申立権を行使しうるなど考えるべきであるということになろう。そのように考えることによって最終的には、いずれの会社の資金調達の便宜という利益も（ある程度）保護されることになるところ、当該利益を保護することは妥当である（必要である）と整理しうる（二-(2)参照）。もっとも、開示①公表後株主であっても、当該公表によっては二段階買収の実施（可能性）を容易に認識しえなかったし、対象会社の株式を取得した時点においてまだ実際に認識していなかったことを疎明した場合には、例外的に申立権を行使しうるなどと判断するという運用を行うべきであるという考え方もありうるかもしれない（三-(2)参照）。

なお、開示①（ないし④）による公表が行われない間に対象会社の株式を取得した者は原則として申立権を行使しうる、と判断するという運用を行った上で、当該公表が行われていないにもかかわらず、対象会社の株式を取得した時点においてその者が実際に二段階買収の実施（可能性）を認識していたことを対象会社が疎明した場合には、例外的に申立権を行使しえないなどと判断する

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（２）

という運用を行うべきであるということになるように思われる（四(一)参照）。

※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。

※本稿執筆にあたっては、原弘明本学法学部准教授から有益な示唆を賜った。記して御礼申し上げる。依然として残る誤りは筆者の責めに帰する。

- 126) それらの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ところ、開示⑤によって株主総会決議成立が決定したことが公表されたことを「公表」と表現しているものはない（第二項二(二)参照）。しかも、それらの裁判例は、結論としては、基準日後株主であっても、さらに当該株主が（そのような）一定の公表後株主であっても、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）でなければ、申立権を行使しうる、と判断していると読みうる（第二項二-(1)ないし(5)参照）。そのことも本文において述べたことを補強することになろう。
- 127) 申立権を有する、と判断されるかどうか、さらには、申立権を有するとされても、その行使が権利濫用に当たる、と判断されるかどうかのみならず、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のかも含む（第二項二(四)参照）。
- 128) 以上、松本拓生「反対株主の範囲に関する議論の再整理と若干の試論」東京大学法科大学院ローレビュー 8 巻（2013年）233頁～235頁参照。なお、同論文は「金融商品取引法上の内部者取引規制の解除要件である『公表』の概念を参考にするという考え方」に基づいて本文において引用したとおり述べている。同・233頁～234頁参照。また、「極めて例外的なケースとして」「その後のスクイーズアウトの条件が当初の公開買付けにおいて開示されていたものと異なる場合」には、「当初の公開買付けにおいてその後の全部取得条項付種類株式による取得に関する条件が決定されかつ『公表』がなされたわけではないと考えてよいと思われるため、弊害は少ないものと考える」と述べる。同・235頁参照。
- 129) この見解は、暗闇への跳躍に対して配慮する必要性などに鑑みて、基準日後株主であっても、申立権を有する、と判断することに賛成している。松本・前掲（注128）229頁参照。他方で、開示①による「公表後の株主にも」株式買取請求権または取得価格決定申立権「の行使を認めるべきか否か」については、本文において引用したように述べている。同頁以下参照。以上を踏まえれば、開示①による公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主（および基準日株主）は、172条1項（1号または）2号により申立権を有するが、当該公表後に取得した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、と解釈することになるのであろうか。
- 130) なお、松本・前掲（注128）は、第二項一において引用した裁判例が公表される前に脱稿されたものであるようである。したがって、それらの裁判例への言及はな

されていない。

- 131) この文言からすれば、この見解は、「基準日時点において」認識していた（しえた）かどうかを問題にするものである、ということになりそうである。もしそうだとすれば、当該時点において認識していなかった（しえなかった）のであれば、その後に認識した（しえた）としても、当該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のであろうか。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）「基準日時点において」認識していた（しえた）かどうかに着目するのではなく、当該時点後に認識した（しえた）のであれば、認識した（しえた）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あるということになるのであろうか。関連して、前掲（注72）参照。
- 132) この文は、本文において引用した前の文において言及されている「株主になろうとする者」にも当てはまるであろう。関連して、前掲（注63）参照。
- 133) 白井・前掲（注62）105頁参照。
- 134) 白井・前掲（注62）105頁は、「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」とも述べているが、いつの時点に「見越し」えた状況に至ると考えているのかについても明らかにしていない。
- 135) 第二段階の締出し（全部取得）に係る株主総会決議成立が決定することが確実になった時点（開示②が行われる時点と近接する時点（前掲（注98）参照）は、当該実施「可能性」が高くなる時点である、と整理しうるのであろう。（エース交易地裁決定に係る事案においては、公開買付者が第一段階の公開買付けの結果として対象会社株式に係る総株主などの議決権のうちの86.48%を保有し（同決定「理由」第2の1(4)参照）、第二段階の全部取得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、当該成立が確実になった、と考えることになろう。第二項二(三)(2)参照。）また、取締役会決議によって議題・議案が確定した時点（開示④が行われる時点と近接する時点（第一項二(四)参照）は、当該実施「可能性」がさらに高くなる時点であり、株主総会決議成立が決定した時点（開示⑤が行われる時点と近接する時点（第二項二(三)(4)参照）は、「会社が撤回」することもありうるのであれば（第二項二(三)(3)参照）、当該実施「可能性」がまたさらに高くなる時点である（にすぎない）、と整理しうるのであろう。したがって、それらの時点において初めて具体的に「実施可能性」が生じたことを認識しえた、ということにはならないと思われる。なお、前掲（注131）に関連して、議題・議案が確定する時点および株主総会決議成立が決定する時点は、「基準日時点」の後になるであろうから、株主などがその時点において当該確定や決定を認識することはできない。（他方で、エース交易地裁決定に係る事案において、株主総会決議成立が決定することが確実になった時点は、「基準日時点」の前であった。前掲（注72）および（注88）参照。）また、開示④でなく開示①（、開示②または開示③）によっても「どのような議題・議案が提出されるか」についての予定であれば認識しうるのであろう。（1）ならびに前掲（注86）および対応する本文参照。以上に鑑みれ

ば、本文において述べたように言えるのではないだろうか。

- 136) なお、白井・前掲（注62）105頁は、「基準日時点において株主が締出しの実施可能性を認識していたことが疑われる場合」「であっても原則として」基準日後株主に「申立権が認められる」とも述べている。「原則として」という文言からすれば、例外的に申立権が認められない場合があるということになる。前掲（注133）に対応する本文参照。この点について、「認められる」という文言からすれば、おそらく、申立権を有すると判断するのは当然であろうし、基準日後株主が認識していた（ことが疑われる）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、と判断するというにはならないであろう。他方で、株主総会決議成立が決定した後に対象会社の株式を取得した者は、申立権を有する、と判断されるかどうかや、有するとされても、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、例外的に「申立権が認められない」ことになるかどうかなどについては明らかにされていない（エース交易地裁決定においてもその点は争われなかった）。この点については、後掲（注170）に対応する本文も参照。
- 137) (1)および(2)に関連して、前田修志・前掲（注26）109頁～110頁は、形式的根拠（第一節参照）などに基づいて、セレブリックス地裁決定の決定要旨（第二項一(一)において引用した箇所）に（基本的に）賛成している。もっとも、申立「株主の主観的態様に関する諸事情（組織再編等計画の知・不知、取得時期など）などが権利行使の正当性を判断する要素になろう」とした上で、同決定は「本件 MBO の公表時期と X の取得時期の関係性を重視していないが、計画を知りながらあえて取得した株主であるといった事情も権利行使の当否」（そのような事情が「濫用的利用にあたるか否か）」「の判断に影響を及ぼすものと思われる」と述べている。なお、「本件 MBO の公表」とは、開示①による公表を意味しているものと思われる。同・107頁参照。
- 138) 「基準日時点においては組織再編の計画が公表されていない場合に、基準日後株主であることをもって基準日後に公表された組織再編について株式買取請求権を否定することは、当該株主に不意打ちの効果を与える（「暗闇への跳躍」を強いる（…））ことになり、危険である」ということを理由の一つとする。笹川・前掲（注33）468頁参照。なお、同論文は、「株式買取請求権と取得価格決定申立権は、一応のところ同一の機能を有するものとして、原則として株式買取請求権についてのみ言及する」と述べた上で（同・451頁参照）、第二項一において引用した裁判例を紹介・検討している（同・459頁以下参照）。また、株式買取請求権に関連して言及されている「組織再編の計画」の公表も、二段階買収における取得価格決定申立権に関連して述べれば、第一段階の公開買付け開始に際しての当該買収の実施可能性の公表（開示①による公表）と読み替えることができると思われる（同・468頁（注61）（「公表」の意義について、本稿が(1)において引用した松本・前掲（注128）235頁を引用している）、471頁（注71）も参照）。したがって、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）における取得価格決定申立権に係る見解として、同論文の整理・検討を行うこととする。

- 139) 笹川・前掲(注33) 468頁～469頁参照。具体的には、「取得価格」という文言を用いているがおそらく)公開買付価格(と最終的には同額が交付されることとなる取得対価)を上限として算定することが想定されていると思われる。同・468頁(注59) および470頁(注69) 参照。
- 140) この見解が提示している、暗闇への跳躍に対する配慮の必要性以外の根拠については、第二款および第三款参照。
- 141) 飯田・前掲(注125) 53頁は、セプレックス地裁決定に係る事案についてこのように述べる。もともと、この時点では、取締役会決議によって確定した議案は公表されていない。したがって、開示①または②によって第二段階としての全部取得に係る議案の予定が公表されたと言えることに鑑みて、このように述べているのであると思われる。第二項二(一)参照。
- 142) この点については、第二項二(三)参照。
- 143) 加えて、「予定どおりの内容で株主総会決議・株式の端数処理が行われた」ので、「基準日後取得株主が不測の不利益をこうむったとは考えられない」と述べる。飯田・前掲(注125) 53頁参照。(なお、端数処理については、第二項二(三)ウ参照。)この箇所からすれば、開示①などによってそうなる予定であることが公表されていたにもかかわらず、株主総会決議において、公開買付価格と同額のキャッシュアウト対価とはならないことになる取得対価が決定された場合には、開示②による公表後に対象会社の株式を取得した基準日後株主であっても申立権を行使しうる、ということになるのかもしれない。他方で、端数処理後にはすでに申立権の行使期間が終了している(172条1項)ので、端数処理の結果、公開買付価格と同額のキャッシュアウト対価が交付されなかったとしても、その時点において申立権を行使することはできない。ただし、第四項二(一)イ参照。
- 144) 株式買取請求権についてそのように言及している見解(後掲(注176)に対応する本文参照)を引用していることから、正確には、「取得価格決定申立権」ではなく株式買取請求権であると思われる。
- 145) 加藤・前掲(注26) 96頁～97頁も、前掲(注108)において引用したとおり述べた上で、そのような二段階買取における株主総会「基準日後の株式買増し行為は、実際には、組織再編等を承認する株主総会決議後の株式取得行為に等しい」から、「株主総会決議後に取得された株式について、株式買取請求権の対象とすべきではないとする」見解を参考にしようと考えているようである。
- 146) 前掲(注8)において述べたことに関連して、飯田・前掲(注125) 53頁は、「会社法172条1項1号の要件を満たした株主が、基準日後に買い増した分についても同様である」と述べる。
- 147) 「公開買付け後」という文言からすれば、株主総会決議成立が確実になったこと自体に着目しているように思われるが、他方で「公開買付報告書等で公表される公開買付けの結果」という文言からすれば、確実になったことに係る公表に着目しているように思われる。本稿は、後者に着目して、本文のように述べている。
- 148) 飯田・前掲(注125) 51頁～54頁参照。なお、この見解は、そのような基準日後

## 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（２）

株主が（申立権を有するが、その行使が権利濫用に当たると判断されるのではなく、）そもそも会社法172条1項2号における株主には該当しないから、申立権を有しない、と判断されるべきであると考えているように思われる。

- 149) 山本・前掲（注72）87頁も参照。関連して、基準日後株主だけではなく基準日株主を含めて同様に述べていると読みうる見解としては、高島・前掲（注101）292頁～297頁、黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」黒沼ほか・前掲（注22）419頁～420頁参照。
- 150) この見解は、本文において述べたように、セレブリックス地裁決定に係る事案のような場合については、開示②による公表を重視していると整理しうるものである。もしそうだとすれば、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②による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、と判断されるべきであると考えることになりそうである。（なお、通常の二段階買収の場合、基準日株主には、開示②による公表後に対象会社の株式を取得した者も含まれる（第一項二参照）はずである。）もっとも、この見解は、172条1項1号の「要件は、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ができる点で」、「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」とも述べている（詳細については第二款および第三款参照）。飯田・前掲（注125）52頁参照。そのことからすれば、この見解は、基準日株主であれば（ただし前掲（注146）参照）、開示②による公表後に対象会社の株式を取得した者であっても、同号株主に該当し、申立権を有する、と判断されるだけでなく、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、と判断されることはない（べきではない）、と考えているように思われる。また、そのように申立権を行使しうるとして、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を算定すべきである、とも考えていないようである。
- 151) 同決定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、第二項二(4)参照。
- 152) この点については、前掲（注108）参照。
- 153) 以上、前田雅弘「東宝不動産地裁決定判批」ジュリスト1492号（2016年）111頁～112頁参照。
- 154) なお、「どのような決議を行うかを事前に会社が公告」することは、「株式会社が組織再編をする場合において、当該株式会社が当該組織再編の条件について公告したときは、当該公告後に株式を取得した反対株主は、株式買取請求権を有しないものとするかどうか」に係る検討として平成26年会社法改正に際して議論された事柄である（前田・前掲（注153）112頁参照）が、最終的にその改正は見送られた。法制審議会会社法制部会「第7回会議議事録」（2010年）37頁～43頁、「第12回会議議事録」（2011年）24頁～29頁、「第18回会議議事録」（2012年）39頁、法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案」（2011年）19頁参照。その議論においては、「合併承認決議のために開示することが要求されている程度の情報がきちんと開示されていることが条件になると思います。そして、それが、そういう情



報が出ていたかどうかということが事後的に争いになると困るので、例えば会社の側から、招集通知に付けなければいけない程度の情報を公告するというといったような形で制度的な開示方法」を置くといった発言があった。「第7回会議議事録」40頁〔藤田友敬委員〕。

- 155) 前掲（注99）および（注104）ならびに対応する本文参照。
- 156) 確かに、開示④によって公表されることになる、確定した議題・議案と同内容の議題・議案が付議される予定であることについてであれば、開示①ないし開示③によっても明らかになるであろう。前掲（注86）および対応する本文参照。しかし、前掲（注153）に対応する本文において引用した箇所を鑑みれば、この見解は、少なくとも開示①による公表を重視しているとは言えないであろう。また、そのことと前掲（注86）において前述したことを踏まえれば、開示②または開示③による公表を重視しているとも言えないように思われる。また、前掲（注154）において前述した平成26年会社法改正に際しての議論は、組織再編に係る株主総会決議の前に組織再編の条件について公告した場合に係るものであったように思われる。そうだとすれば、この見解は、開示⑤による公表を重視しているとも言えないということになりそうである。ただし、四参照。
- 157) もっとも、開示④は、会社法ではなく、金融商品取引法および上場規則により要求されているにすぎない（第一項二四参照）。また、組織再編を行うに際して「どのような決議を行うかを事前に会社が公告」することは、平成26年会社法改正に際して議論された事柄である。前掲（注154）参照。以上からすれば、この見解は、「どのような決議を行うかを事前に会社が公告」する手段に相当するものとして開示④を想定していないかもしれない。関連して、四参照。
- 158) 第二項一において引用した裁判例に係る事案においてそうであったように、通常は、基準日後に開示④が行われるであろう。第一項二参照。
- 159) このように理解するのであれば、基準日後株主は、基準日後株主であることのみを理由として、申立権を有しない、とは判断されないであろう。したがって、基準日後株主であっても開示④が行われる前に対象会社の株式を取得した者は、172条1項2号における株主に該当し、申立権を有するし、その行使も権利濫用には当たらないが、他方で、開示④が行われた後に対象会社の株式を取得した者は、172条1項2号における株主に該当し、申立権を有するが、その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ならうか。
- 160) もっとも、この見解が評釈の対象としている東宝不動産地裁決定に係る事案において、基準日後株主のうち総会決議後株主ではない者（前掲（注76）参照）が、開示④が行われる前に対象会社の株式を取得した者であったかどうかは、筆者が入手しうる文献を参照する限りでは明らかではない。東宝不動産地裁決定に係る抗告審決定（東京高決平成28・3・28金融・商事判例1491号32頁（以下「東宝不動産高裁決定」という））における別紙「株式数等一覧表」参照。
- 161) 前田・前掲（注153）112頁は、「本決定が基準日後に（ましてや公表日後に）株式を取得した者の申立適格を認めたことは、正当であろう」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（２）

- 162) セレブリックス地裁決定を基本的には肯定的に評価していると読みうることから、本文中の以下と同様に整理しうるかもしれない見解として、三宅・前掲（注26）参照。
- 163) 前掲（注157）参照。関連して、前掲（注156）参照。
- 164) 関連して、（開示①ないし開示④のいずれを想定しているのかは、買収手法によって異なるようであるが、）「組織再編等の条件などの詳細が開示される」「のは、原則として対象会社による金融商品取引所の規則に基づく適時開示時点であると思われるものの、会社法の枠組みの中で直接それを取り込むことは難しいようにも感じられる」とし、「金融商品取引法」上の「公表」の概念を参考にする見解がある。松本・前掲（注128）233頁。当該概念の詳細については、(一)参照。
- 165) 前田・前掲（注153）112頁参照。
- 166) 総会決議後株主が、株主総会決議成立が決定したことをその内容とする開示⑤によって「自己の反対する行為を会社が行うことを知りえた」と考えるのであれば、開示⑤による公表が重視されるべきであるということになろう。なお、前掲（注126）に対応する本文参照。ただし、東宝不動産地裁決定に係る二段階買収が実施された時点においては、平成26年改正会社法は施行されていなかった。したがって、同決定に係る事案においては、開示⑤のうち、改正により新設された172条2項（および社債、株式等の振替に関する法律161条2項）による公告はなされていない。つまりは、その時点においては、開示⑤も、開示④と同様、会社法により要求されているものではなかったのである（第一項二(五)参照）。以上に鑑みれば、この見解は、開示⑤による公表を重視しているとは言えないかもしれない。関連して、本項三(三)参照。
- 167) この場合、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は、172条1項2号における株主に該当し、申立権を有するし、その行使も権利濫用には当たらないが、他方で、株主総会決議成立が決定した後に取得した者は、172条1項2号における株主に該当し、申立権を有するが、その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なろうか。
- 168) この見解によれば、開示①によってMBOなどの実現可能性（実施可能性）が公表されたことを重視することになる、と整理しうることについては、一(一)(2)参照。
- 169) 前掲（注77）に対応する本文も参照。
- 170) 白井・前掲（注62）105頁参照。
- 171) 追加的な根拠については、第二款において後述する。
- 172) なお、白井・前掲（注62）が評釈の対象としているエース交易地裁決定は、株式の全部取得などを議題とする予定であることを「認識」していたかどうかを問題にしていたのではなく、その予定の「公表」について言及していたにすぎない（第二項一(一)および二(一)(4)参照）。そうであるにもかかわらず、白井・前掲（注62）が「認識」のみに言及していることからすれば、「公表」が行われていたかどうかにかかわらず、（本文において引用した運用が容易であるのなら）株主などが実際に「認識」していたかどうかを重視すべきである、という考え方が背後にあるのかも

しれない。

- 173) なお、開示①および②も、金融商品取引法および上場規則により要求されているにすぎない（第一項二(一)および(二)参照）。関連して、前掲（注157）も参照。
- 174) 以下において引用する学説は、暗闇への跳躍という根拠において用いられている文言または関連する文言に言及しているわけではない。しかし、そのような文言に言及している箇所がある裁判例（第二項一参照）が、本文において述べたように読みうるものであるので、同様の結論を提示している学説なども以下において引用しておく。その上で、暗闇への跳躍という根拠と同様に「知り得ない状況にある」という点を問題視すれば、それらの裁判例および学説は妥当であると言えるかどうかについて検討する予定である（第四項二(一)(2)および四参照）。なお、裁判例が株主決議成立決定に関連して言及していた事柄などのうち決議成立が確実になったこと（第二項二(三)(2)参照）に言及している学説については、一(二)参照。
- 175) 前掲（注165）に対応する本文参照。また、山本・前掲（注12）16頁も参照。
- 176) 江頭憲治郎『株式会社法（第7版）』（有斐閣、2017年）845頁参照。また、齊藤真紀「判批（東京地決平成21年10月19日金融・商事判例1329号30頁）」商事法務1973号（2012年）123頁なども参照（いずれの見解も一段階買取（第一章第二節第三款第一項（第一）参照）を想定していると思われる）。関連して、前掲（注144）に対応する本文および前掲（注145）参照。なお、いずれの見解も、基準日後株主であっても株式買取請求権を行使しうる、と考えている。いずれも同頁参照。もっとも、そのうち総会決議後株主は、785条2項1号口などに該当する者ではないから申立権を有しないと判断されるのか、申立権を有するが、その行使が権利濫用に当たると判断されるのかは明らかではない。松本・前掲（注128）232頁も同旨。関連して、弥永・前掲（注33）8頁は、「株主総会の決議以降に取得した株式については」「取得時期を買取価格の決定に当たって考慮に入れるという形で対応することも、理論的には可能である」と述べる。
- 177) 鳥山恭一「JCOM 地裁決定判批」法学セミナー729号（2015年）127頁参照。
- 178) 吉本健一「振替法における少数株主権等の意義と個別株主通知の効力」出口正義＝吉本健一＝中島弘雅＝田邊宏康『企業法の現在』（信山社出版、2014年）216頁参照。また、同頁は、「基準日以降の株式取得者」のうち「株主総会の取得決議があった後の株式取得者」であっても、「自己の意思に基づかないで株式を取得した者（相続などの一般承継人）もいる可能性があり、このような者には価格決定申立権を認めるべきである」と述べる。
- 179) 平成26年改正前会社法172条1項によれば、「取得に係る決議をした株主総会の日から二十日以内に」ということになる。
- 180) ただし、前掲（注166）参照。
- 181) 他方で、少なくとも開示①ないし開示④による公表を重視していると読みうる学説は（本項一(一)ないし(三)参照）、それらの開示によって公表されることとなる事柄自体が生じた後に（例えば、公開買付けによって株主総会決議成立が決定することが確実になった後に）対象会社の株式を取得した者ではなく、それらの開示による

## 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（２）

公表後に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と考  
えていると整理しえよう。ただし、一柱書も参照。

- 182) 申立権を行使しうるかどうかがセレブリックス地裁決定以外の裁判例において争  
われてきた株主である。前掲（注61）、（注63）、（注65）および（注67）参照。
- 183) 前掲（注８）において述べたことに関連して、開示①による公表後（基準日後も  
含む）に対象会社の株式を買い増したとして、買い増した株式についても申立権を  
行使しうるかどうかが問題にされる株主についても検討する。後掲（注227）およ  
び（注235）参照。
- 184) 前掲（注39）にも関連して、「どのような議題・議案が提出されるか」は、すで  
に対象会社の「株主」である者ではなく、対象会社の株式を取得するかどうかを検  
討している者（「株主になろうとする者」）に対しては、この根拠において引用され  
ている条文番号に鑑みれば（第一項一参照）、株主総会の招集を決定した場合の適  
時開示などによって取締役会決議により確定した議題・議案が公表される、と考え  
られることになるように思われる（第一項二四参照。すなわち、二段階買収におけ  
る開示④に対応する）。もっとも、後掲（注202）ないし（注204）および対応する  
本文参照。
- 185) ただし、二(一)2参照。
- 186) 併せて、開示①ないし開示④による公表を重視していると整理しうる見解（第三  
項一(一)ないし(三)参照）が妥当であるということになるかどうかについても検討する。
- 187) 前掲（注９）および対応する本文参照。
- 188) 前掲（注13）参照。
- 189) そもそも暗闇への跳躍という根拠は、「基準日の時点では、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」という点を問題視するものである（第一項一参照）。そのこと  
を前提にすれば、ある会社についていずれかの情報開示によって（前掲（注184）  
参照）議題・議案が公表され、（不服を生じさせることになるかもしれない）組織  
再編が決議事項とされないことを知った時点以降であれば、株主などは（再び）そ  
の会社の株式を取得するかどうかなどを検討し始めることになるのではないだろう  
か。したがって、株式を取得しようなどと思わなくなるかもしれない期間の終期と  
いうのは、議題・議案が公表されるまでである、ということになるように思われる。  
ただし、始期については、(三)1)において後述することも踏まえれば、基準日よりも  
さらに以前の時点ということにもなりうる。
- 190) 組織再編が決議事項とされるかどうかが議題・議案の公表によって初めて明らか  
にされるという状況においては（(三)1)と対比されたい）、結果としては組織再編が  
決議事項とされないことが明らかになった会社の株式についても、本文のように言  
えるのではないだろうか。
- 191) 株式を取得しようと思う者がそれほどいかなかったり、いるとしても基準日前の市  
場価格よりも低い価格でしか取得しようとしないうる者がほとんどであるという状況に  
おいては、何らかの理由で早急に株式を現金化したいと思う者は、基準日前の市場

価格よりも低い値で売り注文を出さざるをえないのではないだろうか。その結果、その価格であれば株式を取得しようと思う者がもし現れた場合には、その価格で売買が成立することになるから、結果的にはその価格まで市場価格は低下することになるように思われる（成行注文においても同様の結果になるうか）。

なお、一定数の対象会社株式を保有している者による（利益相反構造のある）買収（組織再編）においては、本文において前述した不服を生じさせるような対価の額に係る議題・議案が可決される可能性が高くなる。したがって、本文において述べた事態が生じる可能性も高くなろう。

- 192) 特に利益相反構造がない買収（組織再編）において（前掲（注191）参照）、そのような事態が現実引き起こされるかどうかは定かではない。あくまでも、暗闘への跳躍という根拠はそのような事態が引き起こされることを懸念しているものである、と整理しうるように思われると述べているにすぎないことに注意されたい。本文中の以下についても同様である。
- 193) ただし、後掲（注194）において言及する、裁判手続に係る費用と時間の存在に鑑みれば、基準日後株主が、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した者であれば、株式買取請求権を行使しうるなどと考えると、実際に行使されるかどうか、つまりは、株式買取請求権が当該株主にとって実効的な救済手段になりうるかどうかは疑わしい。
- 194) 前掲（注8）において前述したことに関連して、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主および基準日後株主が（基準日後である）議題・議案の公表後に株式を買い増した場合に、買い増した株式についても株式買取請求権を行使しうるかどうかにについてはどのように考えることになるであろうか。
- この点について、株式買取請求権を行使し、ひいては、買取価格決定申立権を行使することになった場合には、裁判手続に費用と時間を要する。したがって、当該権利を行使することとなる株式についての組織再編に係る対価の額などの総計と裁判所によって決定される買取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、そもそも当該権利を行使する誘因は乏しい、ということになろう。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号（2006年）80頁など参照。そのような理由で実際に行使されないのであれば、それらの株主に生じうる不服を解消するための救済手段として当該権利を行使しうる、と考えるべきであるとしても、当該権利は当該株主にとって実効的な救済手段としては機能しえない、ということになろう。ひいては、本文において述べたことからすれば、基準日以前から、いずれの会社の株式も取得されなくなったり、低い価格でしか取得されなくなったりする、ということになるように思われる。以上を踏まえれば、当該差額が少なくとも当該費用を上回るよう当該権利を行使することとなる株式の数を増やすために（基準日後である）議題・議案の公表後に株式を買い増した場合、買い増した株式についても株式買取請求権を行使しうる、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。関連して、後掲（注208）参照。
- 195) 株主などが組織再編が行われること自体に不服であった場合であっても、その不

## 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（２）

服は、組織再編が行われなかったとしたら組織再編の対価よりも高額の価値（価格）を有することとなる（であろうと考えている）株式を保有し続けられなくなることに基づく不服である、とも整理しえよう。そうであるとすれば、株主などが株式買取請求権を行使することによってその価値（価格）を上回る金額を少なくとも受領するように裁判所が「公正な価格」を決定するという運用を行う場合には、株式買取請求権は、組織再編が行われること自体に係る不服を解消するために実効的な救済手段ともなりうると一応は（前掲（注194）参照）言えるかもしれない。もっとも、現在の判例下において裁判所は、組織再編によって企業価値の増加が生じないと判断する場合であればともかく、増加が生じる（または生じないとは言えない）と判断する場合にも、そのような運用を行う、とは必ずしもいえないように思われる。判例も含む裁判所の運用については、森・濱田松本法律事務所・前掲（注125）340頁～367頁参照。

196) 基準日後株主が、議題議案公表前に対象会社の株式を取得した者であれば、株式買取請求権を行使しうると考えることによって、結果的には、基準日から議題・議案が公表されるまでの間の市場価格は、基準日前の市場価格とそれほど乖離しない水準に維持される、ということになるかもしれない。したがって、本文において述べた状況に至るといえるか。

197) 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」とに区別しうることが多いように思われる。（買収の文脈での）効率性の意義については、柳川範之＝藤田友敬「序章 会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年）18頁以下、田中亘「取締役の社外活動に関する規制の構造（二）」法学協会雑誌117巻10号（2000年）101頁～102頁など参照。また、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（2012年）（拙稿（一））54頁～55頁、「手続的側面を重視した少数株主締め出し規制（二）」法学（東北大学）76巻3号（2012年）（拙稿（二））72頁～78頁も参照。

このうち、本文において述べた状況を確保することは、「事前の効率性」を実現することであると整理しえよう。そして、前掲（注191）において述べたことの結果として、特に一定数の対象会社株式を保有している者による（利益相反構造のある）買収（組織再編）においては、それが実現されない（事前の非効率が生じる）可能性が高くなると考えられる。また、そのような買収においては、「事後の効率性」が実現されない（事後の非効率が生じる）可能性も高くなるかもしれない。詳細については、第二款参照。

198) 関連して、前掲（注154）において引用した開示方法を会社に義務づけるという形での、「会社からイニシアチブをとって行う開示制度を置いた上で、それがなされた後で取得した人は買取請求権を取得できないとするような」「ルールを明示的に設けた上で、それを前提に投資家が行動するのであれば、その人たちが買取請求権を行使できなくても、それ自身は仕方ないと思います」という発言がある。法制審議会会社法制部会「第7回会議議事録」（2010年）40頁〔藤田友敬委員〕参照。



- 199) ただし、前掲（注196）参照。以下同じ。
- 200) もっとも、現実には、組織再編に係る議題・議案が公表された後の株式の市場価格は、議題・議案に記載されている組織再編の対価の額などをある程度反映することになるであろう。したがって、もし株式が取得されるとしても、基準日前の市場価格などとは乖離する価格で取得される可能性はもともとある。
- 201) もし資金調達を実施する場合であっても、議題・議案に記載されている組織再編の対価の額などをある程度反映した市場価格を参照しながら実施する、ということになる。前掲（注200）参照。また、それを嫌忌するのであれば（基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格で資金調達をしたいのであれば）、組織再編を中止すればよい。そのことに鑑みても、基準日後株主が、議題議案公表後に対象会社の株式を取得した者であっても、株式買取請求権を行使しうる、と考えることによって、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格での資金調達の便宜という利益を保護する必要はそもそもない、と言えよう。
- 202) 特に二段階買取においては、このような公表がなされる可能性が高い。この点については、第一項二参照。一段階買取（第一章第二節第三款第一項（第一）参照）においても、その可能性はあるし、そうでなくとも、組織再編に係る具体的な対価についてはともかく、組織再編が実施される可能性があることであれば、基準日前に公表されるまたは明らかになることはあろう。関連して、藤田友敬「新会社法における株式買取請求制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007年）295頁、301頁、高島・前掲（注101）291頁参照。結果として、（その後、実際に組織再編が実施されることになれば、）当該公表（など）によって、組織再編に係る議題・議案が付議されるであろうことが明らかになっていったということになる。ただし、いずれの買取においても、通常であれば、取締役会決議によって確定された議題・議案が基準日前に公表されることはないであろう。中村・前掲（注9）17頁～22頁参照。
- 203) 関連して、浜田道代＝久保利英明＝稲葉威雄『会社非訟』（民事法研究会、2013年）234頁〔中東正文〕、黒沼・前掲（注149）420頁参照。
- 204) もっとも、暗闇への跳躍という根拠が問題視していたのは、組織再編に係る具体的な対価（前掲（注202）参照）も含めて、取締役会決議によって確定された結果として「どのような議題・議案が提出されるかを知り得ない状況」であるのかもしれない（前掲（注184）参照）。しかし、具体的な対価は明らかにならなかったものの、組織再編が実施される可能性があることが公表されたまたは明らかになった場合には、その後に「どのような議題・議案が提出されるか」についての（大枠の）予定を知り得ない状況ではなくなっていると言えよう。
- 205) 前掲（注9）および対応する本文参照。
- 206) 前掲（注191）および対応する本文参照。
- 207) 一定の短期間に限定されないということは、相対的には、株式会社への（株式取得による）投資自体が過少になるという事態に陥る、ということ意味するであろう。関連して、前掲（注197）および対応する本文参照。

## 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（２）

- 208) 前掲（注８）において前述したことに関連して、組織再編付議予定公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主が（基準日後であるかどうかを問わず）当該公表後に株式を買い増した場合に、買い増した株式についても株式買取請求権を行使しうると考えるべきであるかどうかについては、前掲（注194）参照。
- 209) もちろん基準日後についても同様に言えるかもしれないが、その点については、(二)参照。
- 210) なお、以上に関連して、「組織再編等の条件が公表された後であっても、これを承認する株主総会の基準日前の取得であれば、組織再編等の条件が公表された後であることのみをもって株式買取請求権や取得価格決定申立権を否定することはできないと思われる。この時点においては、株主構成によっては、株主総会において反対の議決権を行使して組織再編等の承認を否決することをめざして株式を取得する、あるいは、自身による議決権行使のみによらずとも他の株主が適切に判断して否決されることを想定ないしは期待して株式を取得する、ということも考えられるからである」と述べる見解がある。高島・前掲（注101）296頁参照（ただし、前掲（注149）参照）。また、法制審議会会社法制部会「第12回会議議事録」（2011年）28頁〔田中亘委員〕も参照。
- しかし、本文において述べたように、「組織再編等の条件が公表された後」には、暗闘への跳躍という根拠が問題視していた「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」ではなくなることに鑑みる限りにおいて、否定してもよいように思われる（ただし、前掲（注194）および（注208）参照）。なお、「規律づけの必要性」という根拠との関係については、第二款参照。
- 211) 第二款において後述する「規律づけの必要性」という根拠などに鑑みて整理すれば、異なる結果となる可能性はある。本款は、あくまでも暗闘への跳躍という根拠に鑑みて裁判例などを整理・検討していることに注意されたい。
- 212) ただし、前掲（注195）において前述したことと同様に、（第二款において後述する「一般に公正と認められる手続」が機能しない限り、）取得価格決定申立権が、全部取得が行われること自体に係る不服を解消するために実効的な救済手段となりうるとは必ずしも言えないように思われる。この点に係る詳細については、第二款参照。また、前掲（注193）も参照。
- 213) 第二項一において引用した裁判例において、基準日前に開示①および開示②が行われていたことについては、第二項二(二)などを参照。また、第二項二(四)において引用した裁判例については、前掲（注117）および（注121）、平成19年3月16日付サンスター株式会社「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）、平成19年3月15日付サンスター株式会社「普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定のお知らせ」（開示③）、平成23年3月23日付 CCC 株式会社「親会社、親会社以外の支配株主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）、平成23年3月14日付 CCC 株式会社「当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。



- 214) もっとも、現実には、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）において開示①が行われた後の市場価格は（基準日前後も含めて「取得日」の直前の上場廃止日まで）、実質的な対価としての現金額（キャッシュアウト価格）、すなわち、公開買付価格と同額に寄り付くことになるであろう。そのような「キャッシュアウト取引の場合、取引の公表後」、（本稿の以上において言及してきた意味での基準日ではなく、その時点の公正な価格を算定するというところの「取得日」を意味する）「基準日までの間の対象会社の株式の市場価格は、キャッシュアウト価格にほぼ固定され、市場全体の株価動向を反映しない傾向にあ」と述べる田中亘「第8章 総括に代えて-企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司=辺見紀男編『企業再編の理論と実務-企業再編のすべて』（商事法務、2014年）222頁などを参照。
- 215) ただし、後掲（注217）参照。
- 216) もし資金調達を実施する場合であっても、実際に可能かどうかはさておき、（基準日後も含めて）開示①公表後には公開買付価格と同額に寄り付いている市場価格を参照しながら実施すればよいとも考えられようか。前掲（注214）参照。そのことに鑑みても、基準日後株主が、開示⑤公表後に対象会社の株式を取得した者でなければ、申立権を行使しうる、と考えることによって、基準日前の市場価格などとそれほど乖離しない価格での資金調達の便宜という利益を保護する必要はそもそもない、とも言えるかもしれない。
- 217) なお、この会社において、組織再編などに係る議題・議案（が付議される予定であること）が公表された場合には、基準日株主であろうが基準日後株主であろうが、当該公表前に株式を取得した者であれば（公表後に株式を取得した者でなければ）、株式買取請求権などを行使しうるなどと考えるべきである、ということ的前提にしている。そのように考えなければ、この会社も、その株式が取得されなくなるなどの状況に至る可能性があるからである（一(一)および三(1)参照）。
- 218) 以上の限りににおいて（(2)および第二款参照）、第三項一(四)および三において前述した見解は妥当ではない、ということになる。なお、前掲（注178）において引用したように、少なくとも「相続などの一般承継人」であれば申立権を行使しうると判断すべきであると考えられる見解がある。このような者については、被相続人などの地位をそのまま引き継いだだけであり、新たに対象会社の株式を取得したわけではない、と考えることで対処しうるのではないだろうか。
- 219) ただし、議題・議案ではない何かを「知り得ない状況にある」という意味では差異がある。一柱書参照。
- 220) もっとも、各裁判例は、平成26年会社法改正前の事案に係るものであるところ、改正前会社法172条1項によれば、「取得に係る決議をした株主総会の日から二十日以内に」ということになる。関連して、前掲（注143）も参照。
- 221) 裁判所が、少なくとも同額を取得価格（公正な価格）として決定する、ということを前提にしている。
- 222) 以上の限りににおいて（(一)(1)および第二款参照）、第三項三(一)(1)において前述した

## 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（２）

見解は妥当ではないが、(2)において前述した見解は妥当である、ということにもなる。

- 223) 以上の限りにおいて（第二款参照）、第三項一(三)において前述した見解は妥当ではない、ということになる。
- 224) 以上の限りにおいて（第二款および第三款参照）、第三項一(二)において前述した見解は妥当ではない、ということになる。
- 225) 以上の限りにおいて（第二款および第三款参照）、第三項一(二)において前述した見解は妥当でないが、第三項一(一)において前述した見解は妥当である、ということになる。なお、前掲（注139）に対応する本文において引用した見解は、「株主を保護する必要性は減ぜられる」ことを根拠としているが、その詳細な説明についてはこれまでの本文において述べたとおりである、ということになる。
- 226) ただし、前掲（注193）参照。詳細については、第二款において後述する。
- 227) 前掲（注8）において前述したことに関連して、開示①公表前に対象会社の株式を取得した基準日株主が開示①公表後（基準日後も含む）に株式を買い増した場合に、買い増した株式についても申立権を行使しうるなどと考えるべきであるかどうかについては、前掲（注194）において前述したことと同様である。なお、この点において、前掲（注146）において引用した見解は妥当でない。
- 228) ただし、前述したように、この見解は、開示①によって二段階買収の実施可能性が公表されたことではなく、開示②によって株主総会決議成立決定が確実にになったことが公表されたことを重視していると整理しうる（第三項一(二)および二(二)参照）。（なお、セレブリックス地裁決定は、開示①によって全部取得に係る議案が付議される予定であることが公表されたことを念頭に置いて「認識」という文言を用いている、と整理しうるかもしれない（第二項二(二)(1)参照。)) もっとも、本文における検討の方法は、認識の対象が、二段階買収の実施可能性ではなく、株主総会決議成立決定が確実にになったことであつたとしても、(いずれの情報開示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などと考えるべきであるかに係る結論には差異があるが、) 同様にあてはまる（なお、開示①による公表を重視する他の見解（第三項一(一)(1)および(3)参照）や開示④による公表を重視する見解（第三項一(三)参照）についても同様である）。
- 229) 関連して、飯田秀総「公開買付規制・大量保有報告規制の課題」ジュリスト1512号（2017年）48頁～49頁は、「日刊新聞紙または EDINET」の「チェックを怠った投資家が不利になるのはやむを得ないという割り切りも考えられる」が、そのような「公開買付けの情報の周知が不十分である可能性がある」ことなどからすれば、「情報の伝達方法について改善できるならば改善した方が好ましい」と述べる。なお、（筆者が調べる限りにおいて、）証券会社によっては、登録した銘柄が公開買付けの対象となった場合などに電子メールによる通知を受信することができるサービスなども提供しているようである（すでに保有している銘柄については、後掲（注235）参照）。
- 230) 上場会社を当事会社とする合併に際しての株式買取請求権に係る裁判例である東

京地決昭和60年11月21日金融・商事判例752号26頁は、当該会社の株主であった「申請人は（…）被申請人の合併発表後である昭和五九年一月一日に本件株式について名義書換を請求し、被申請人との関係では右同日本件株式を取得したものであり、したがって、被申請人の合併が発表された後にその事実を知りながら本件株式を取得したものであると推認できる」と述べる（ただし、一定の場合には、そのような申請人であっても、株式買取請求権を行使しうる、と考えているようである）。

- 231) 本文において述べた考え方は、開示①公表後に対象会社の株式を取得した者の大部分は、実際には認識していなかったとしても、当該公表によって二段階買取の実施可能性を容易に認識しえたのだから、認識していなかったことに配慮する必要はない、ということをもまずは重視するものである。
- 232) この場合、この者が172条1項1号または2号に該当する株主であると考えた上で、申立権を有するが、原則として、その行使が権利濫用に当たる、と考えることにならうか。
- 233) 開示①による公表によって二段階買取の実施可能性を容易に認識しえなかったし、実際に認識していなかったとしても、それ以後の開示（開示②ないし⑤）による公表によって、二段階買取の実施（可能性）、すなわち、株主総会決議成立決定が事実になったことなどを容易に認識しえたのであれば、その時点以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などと判断されるべきであると考えることにならう。
- 234) もっとも、インターネットにアクセスしうる情報端末が普及した現在において、このことを疎明することは容易ではないように思われる。
- 235) 前掲（注8）において前述したことに関連して、二段階買取の実施（可能性）を容易に認識しえなかったし、実際にしていなかった基準日株主（および基準日後株主）が（いるとして、その株主が）、その時点において対象会社の株式を買い増した場合において、その株式については、例外的に申立権を行使しうるなどと判断されるだけでなく、その後、その者が二段階買取の実施（可能性）を容易に認識しえた時点において株式を買い増した場合に、買い増した株式についても申立権を行使しうるなどとされるかどうかについては、前掲（注194）において前述したことと同様である。なお、（筆者が調べる限りにおいて）、証券会社によっては、すでに保有している銘柄が公開買付けの対象となった場合などに電子メールなどによる通知を受信することができるサービスなども提供しているようである。
- 236) （公開買付け開始時点においてすでに公開買付者が対象会社の株式をすでに3分の2以上保有しており、第二段階の全部取得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ている場合であればともかく）、通常の二段階買取においては、公開買付者としては第一段階の公開買付けに対して多くの株主に応募してもらった必要があるであろうことなどからすれば、開示①が行われないう事態は現実的にはありえないであろう。
- 237) さらに進んで、実際に認識していたかどうかにかかわらず、開示①（ないし④）

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（2）

による公表が行われるまでの間に対象会社の株式を取得した者は、申立権を行使しうると判断するという運用を行うべきであるという考え方もありえよう。三(一)参照。

- 238) なお、マツヤ最高裁決定の判示に鑑みても、そのように言えることについては、拙稿「マツヤ最高裁決定判批」法学（東北大学）82巻5号（2018年）参照。