

特別支配株主によるキャッシュアウトと 株式売買価格決定の申立適格

西島 太一

About the Petition to determine the Sale Price against a Demand
for Share Cash-Out of Special Controlling Shareholders

Taichi NISHIJIMA

Otemon Business Management Review, Vol.29, No.1

特別支配株主によるキャッシュアウトと 株式売買価格決定の申立適格

西島 太一

はじめに

本邦での M&A 実務上、キャッシュアウト⁽¹⁾には全部取得条項付種類株式を利用するのが従前⁽²⁾の通例だったところ⁽³⁾、同方式（以下「全部取得」等と略記する）では株主総会の特別決議（会社法 171 条 1 項、309 条 2 項 3 号）が要件となることから時間的・手続的成本が大きい等の問題点が指摘されていた⁽⁴⁾。そこで、機動的なキャッシュアウトを可能とするため、平成 26 年（2014）会社法改正により新設（翌 2015 年 5 月 1 日施行）されたのが特別支配株主による株式等売渡請求制度である⁽⁵⁾。（尚、同制度上は新株予約権も売渡請求の対象に含まれるが（179 条 2 項）、便宜上、本稿では新株予約権については触れない⁽⁶⁾。また、以下では株式等売渡請求制度を指して「株式売渡請求」や「本制度」と称する。）

本制度によると、対象会社の総株主の議決権の 90% 以上を有する特別支配株主は、【図表 1】に略示した手続により⁽⁷⁾、対象会社の株主総会決議も売渡株主の個別の承諾も要することなく、（対象会社による承認の通知・公告の時点で）売渡株主との間での株式売買契約の成立を擬制され、取得日に（売渡株主から直接に）売渡株式の移転を受けられる。

また、本制度上、(a) 特別支配株主による株式売渡請求の撤回制度（179 条の 6 第 1 項：特別支配株主は、取得日の前日までに対象会社の承諾があったならば、違約金なしで株式等売渡請求を撤回できる）が規定されると共に、(b) 売渡株主の利益保護のため【図表 2】所掲の 3 種類の救済手段が置かれる⁽⁸⁾。

本制度は元々株式価値評価という絶対解のないテーマを含む他、買収（対価決定）手続の公正性、

【図表 1】手続の流れ（概要）

(1)	特別支配株主は、株式売渡請求をしようとする旨及び対価の金額や取得日などの法定事項を対象会社に通知する。	§179-2 §179-3 I
(2)	通知を受けた対象会社は当該売渡請求を承認するか否かを決定する。（取締役会設置会社では取締役会決議によらねばならない。）	§179-3 I・III
(3)	対象会社は当該決定の内容を特別支配株主に通知する。	§179-3IV
(4)	売渡請求を承認した場合には、対象会社は、取得日の 20 日前までに売渡株主に対して個別の通知を行う。（振替株式の場合、振替法 161 条 2 項により通知の代替措置として公告が要求される。）	§179-4 I （振替法§161II）
(5)	上の通知・公告がなされると、「特別支配株主から売渡株主に対して株式売渡請求があった」ものと看做される。	§179-4III
(6)	特別支配株主は取得日に売渡株式の全部を取得する。	§179-9 I
(7)	これら手続に際しては、事前及び事後の開示手続がある。	§179-5・179-10

*新株予約権については省略

【図表 2】 売渡株主の救済手段

(1) 株式売買価格決定申立 (§179-8)	対価に不服のある売渡株主は、取得日の 20 日前から取得日の前日までの間に、裁判所に自己の有する売渡株式の売買価格の決定の申立をすることができる。
(2) 売渡株式取得の差止請求 (§179-7)	①売渡請求手続の違法、②通知・公告義務や事前開示手続の違反、③対象会社の財産状況等に照らして対価の金額等が著しく不当であることの何れかに該当し、売渡株主が不利益を受ける虞がある場合には、売渡株主は当該売渡請求による売渡株式の全部の取得を止めることを請求できる。
(3) 売渡株式取得無効の訴え (§846-2)	取得日に売渡株主であった者等は、売渡株式の全部の取得が違法に行われた場合、売渡株式の取得無効の訴えを提起できる。

対象会社取締役の善管注意義務⁽⁹⁾、売渡株式取得無効の訴えに係る無効事由の如何⁽¹⁰⁾など、様々な論点を内包するところ⁽¹¹⁾、現時点では「対象会社が売渡請求を承認した旨の通知またはそれに代替する公告（両者併せて適宜「通知・公告」や「通知等」「公告等」などと略記する）⁽¹²⁾を行った後に株式を譲り受けた株主（以下「公告後株主」）による売買価格決定申立の可否」が最も大きな論点となっている。

この論点を扱った「初の公判裁判例」⁽¹³⁾にして「初の最高裁決定」がマツヤ事件最（二）決平成 29 年（2017）8 月 30 日（民集 71 卷 6 号 1000 頁：以下「本最決」と称する）である。本最決には多くの評釈が寄せられるものの、その評価は未だ一定ではない。そこで、本稿では本最決の内容とその評価、付随する諸問題、そしてあるべき規律につき検討を加えたい。

一 マツヤ事件最決とその問題点

1 事実の概要

Y 社（利害関係参加人：アルピコ HD）は、A 社（対象会社：マツヤ⁽¹⁴⁾）を完全子会社化するため、①公開買付（買付価格：1 株 230 円、買付期間：2015 年 10 月 16 日から 11 月 30 日まで）を行い、②同年 12 月 1 日時点で A 社総株主の議決権の 95.28% を取得した（それらに係る金商法上の開示も行った）。③A 社の特別支配株主となった Y 社が、同年 12 月 8 日、A 社に対し売渡株主に割当交付する対価を 1 株 230 円、取得日を 2016 年 1 月 2 日とする株式売渡請求を通知したことから、④A 社は同日の取締役会でこれを承認すると共に、⑤同日、JASDAQ（当時）においてその旨公表（適

時開示）し、且つ、⑥定款所定の方法により公告を行った。これに対し、⑦2015 年 12 月 28 日、X（申立人）は売渡株式の対価に不服があるとして売買価格決定を申し立て、⑧同月 29 日に A 社株式 100 株、同月 30 日に 2,900 株を取得した。

2 決定要旨

本最決（最（二）決 2017 年 8 月 30 日）は、以下の 3 段階⁽¹⁵⁾の説示を踏んで、本件申立人は価格決定の「申立てをすることができない」とした（抗告棄却）。

【A】本制度の法的性質（一種の形成権の行使）

本制度は「株式売渡請求に係る株式を発行している対象会社が、株主総会の決議を経ることなく、これを承認し、その旨及び対価の額等を売渡株主に対し通知し又は公告すること」「により、個々の売渡株主の承諾を要しないで法律上当然に、特別支配株主と売渡株主との間に売渡株式についての売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずることになり」、「特別支配株主が株式売渡請求において定めた取得日に売渡株式の全部を取得するものである」。

【B】売買価格決定申立制度の制度趣旨

法「が売買価格決定の申立ての制度を設けた趣旨は」、株式売渡請求に係る対象会社の「通知又は公告により、その時点における対象会社の株主が、その意思にかかわらず定められた対価の額で株式を売り渡すことになることから、そのような株主であって」「対価の額に不服がある者に対し適正な対価を得る機会を与えることにありと解される」。

【C】結論（公告後株主の除外）

従って、株式売渡請求に係る対象会社の「通知

又は公告により株式を売り渡すことになることが確定した後に売渡株式を譲り受けた者は、売買価格決定申立制度「による保護の対象として想定されていないと解するのが相当である」。

3 問題点

(一) 株主の峻別の論理的必然性！？

この内、決定要旨〔A〕は平成26年改正の立案担当者による説明⁽¹⁶⁾と一致するものであり、特に異論を呈する向きはない⁽¹⁷⁾。また、決定要旨〔B〕の内、少なくとも「意思に反して（乃至不利益を避けるため）株式を手放さざるをえないことの補償（投下資本回収）」という中核部分にも異論はないと思われる。蓋し、組織再編時の株式買取請求や全部取得など、価格決定申立制度が置かれる場面で共通した理解だからである。

一方、決定要旨〔B〕が「その意思にかかわらず定められた対価の額で株式を売り渡すことになる」株主を「通知又は公告」「の時点における対象会社の株主」に限定した点に関しては、①確かに「通知・公告により、それまで保有していた株式を強制的に買い取られる立場に転換することが確定した」という意味では「その意思にかかわらず…売り渡すことになる」一方、②公告後株主の場合は「既に売渡が決まっている株式を取得した」点で質的に違うと言えそうである⁽¹⁸⁾。ただ、公告後株主も「対象会社のほかの株主と同じく、取得日が到来すれば自らの意思にかかわらず保有株式を売り渡さなければならないはず」⁽¹⁹⁾である以上、十分な説明にはなっていないとの指摘もある⁽²⁰⁾。

そうすると、(i) 上記の如き通知・公告「の時点における対象会社の株主が、その意思にかかわらず定められた対価の額で株式を売り渡すことになる」（決定要旨〔B〕）との理解を基礎に (ii) 申立制度による救済対象を通知・公告日の株主に限定する（決定要旨〔C〕：公告後株主は保護の対象外とする）との論理は必ずしも必然的とまでは言えない。

(二) 公告後株主が「知り得た」こと！？

仮に上記の「公告後株主は」その意思にかかわ

らず株式を売り渡す者”ではない」との理解の根拠として譲受時の公告後株主の認識（「知り得た」こと）を挙げるならば⁽²¹⁾、「株式売渡請求の事実や当該請求の内容（対価の額など）に関する情報を知りつつ、あるいは、容易に知りうる状況で、あえて株式を譲り受けたと評価できる」⁽²²⁾だけの状況が前提条件となろう。しかし、特に非上場会社（通常は非公開会社で且つ振替株式は利用しない）の場合、（対象会社から通知時の株主に承認の通知が行われた後は）投資家への情報提供手段は書面等の備置・閲覧（179条の5）に限られる以上、通知後に株主になった者に悪意を認定するのは酷でもあり⁽²³⁾⁽²⁴⁾、上の前提条件を具備しているとは断言できない⁽²⁵⁾。他方で、本件の如き上場会社の二段階買収の場合は公開買付届出書等により（二段階目であるキャッシュアウトに関する事項も含め、）公開買付情報が随時開示されるが⁽²⁶⁾、本最決は金商法上の開示（また証券取引所の有価証券上場規程による適時開示）との関係⁽²⁷⁾には触れていない⁽²⁸⁾。

(三) 法律関係の確定日への着目！？

（ア）本件原々審は、売渡請求の承認につき「公表された後に」「そのことを知り得た後にあえて株式を取得」（傍点筆者）した株主の保護は不要と規範定立し、本件への当て嵌めとしてJASDAQにおける公表（適時開示）時点を基準とした⁽²⁹⁾が、（イ）原審は「知り得た」といった言葉は使わず大要「売渡請求の承認（の公告）により一方的に株式の売買という『法律関係が形成された時点』以後に株式を取得した者には申立を認める必要なし」とし⁽³⁰⁾、（ウ）かかる立場は本最決（決定要旨〔B〕〔C〕参照）でも大凡踏襲されている。

上の流れを見る限り、制度趣旨の理解としては、原審以降、少なくとも文言上は（「知り得た」ことよりも）「法律関係の確定」へと重心が移ったとも言え⁽³¹⁾、このことは後述の全部取得に係る下級審実務との整合性もある。但し、「確定」日を基準とするならば、①株主から見た予測可能性や②撤回制度との関係も問題となり得る⁽³²⁾。（これらについては後述。）

4 隠れた実質的理由！？

このように、本最決による制度趣旨の理解やその定立する規範には、理論的には必ずしも十分に説明し切れない問題が少なからず含まれている。そのこともあって、実際には決定文に掲げられた制度趣旨云々以外の事情が本最決の立場に大きく影響した可能性が指摘されている⁽³³⁾。本最決のそのような「実質的理由を明示しない」叙述の是非はさて置き⁽³⁴⁾、謂わば「水面下で」考慮された筈の事情は次（二及び三）の通りである。

二 類似する制度との整合性

1 類似する他の制度の場合

株式売買価格決定申立と類似する制度としては、〔甲〕組織再編（785条1項：吸収合併の場合）や株式譲渡制限の導入（107条1項1号・116条1項1号）など会社の基礎を変更する行為の際の反対株主の株式買取請求権⁽³⁵⁾とその際の株式買取価格決定申立（117条2項、786条2項など）や〔乙〕全部取得条項付種類株式の取得（171条）の際の株式取得価格決定申立（172条）などの制度が挙げられる⁽³⁶⁾。

（本制度の場合とは異なり、）これらの場面では、何れも①株主総会決議を経て当該行為（組織再編や全部取得など反対株主等が自己に不利益をもたらすと主張するコーポレートイベント）が行われ、また、②条文上、買取請求や価格決定申立をできる株主につき大要「当該株主総会で反対したか（また議決権を行使できない立場だったか）」という観点から

の限定（「権利行使要件」⁽³⁷⁾）がある点で共通している。

更に、③株式の取得時期による制限（買取請求や取得価格決定申立の対象となる株式の範囲）についても共に条文上明示の制限はないとされるものの⁽³⁸⁾、買取請求権の場合⁽³⁹⁾⁽⁴⁰⁾⁽⁴¹⁾も全部取得の場合⁽⁴²⁾も共に「株主総会決議後に取得した株式は対象とならない」と解するのが通説（乃至有力説）と言われる⁽⁴³⁾。

2 全部取得の場面に係る下級審実務

①売買価格決定申立制度が上の全部取得の際の取得価格決定申立を範として創設された制度⁽⁴⁴⁾⁽⁴⁵⁾であるのみならず、②次のように本件（一番の申立は平成27年〈2015〉12月）の直前期にまとまった形で下級審判例が出たことから、上記の「類似する制度」の内、特に全部取得時の取扱が本最決（下級審も含む）に強い影響を及ぼしたことは想像に難くない。

即ち、平成25年（2013）から同27年（2015）にかけて、取得価格決定申立の可否に係る一連の東京地決⁽⁴⁶⁾が下された⁽⁴⁷⁾。それらは全て全部取得を決議する株主総会での議決権に係る基準日後に取得した株主（以下「基準日後株主」）による取得価格決定申立を認めたものとして実務上重要であるが、その内、グッドマンジャパン事件⁽⁴⁸⁾及びジュピターテレコム事件⁽⁴⁹⁾の2件では、傍論の形ではあるが総会決議の後で株式を取得した株主（以下「決議後株主」）の取扱にも説示が及んだ（【図表3】参照）。

【図表3】グッドマンジャパン事件、ジュピターテレコム事件での東京地決の要旨

(1) 制度趣旨	株式を一定の対価で強制的に取得される株主に対して適切な価格での投下資本回収（経済的救済）を保障するのが価格決定申立の制度趣旨である。
(2) 基準日後株主の取扱	株主総会決議の成立までは全部取得の実現如何も対価の金額も確定しない以上、それまでに株式を取得した者であれば（基準日後株主であっても）…
	グッドマンジャパン事件「申立権の濫用に当たるとはいえない」。 ジュピターテレコム事件「申立適格を欠くとは解されない」。
(3) 決議後株主の取扱	既に一定の対価で強制的に取得されることが確定済みの株式を取って譲り受けた者である以上、保護の必要はないので…
	グッドマンジャパン事件「申立権の濫用に当たる」。 ジュピターテレコム事件「申立権の濫用と評価される場合もある」。

3 本制度への継受

上の両決定は (i) 直接には決議後株主の申立の可否が問題となった事案ではなく、(ii) あくまでも決議後株主の場合には「申立権の濫用」となる可能性を示唆するにすぎない点には注意を要する⁽⁵⁰⁾。ただ、両決定共に、①価格決定申立制度の趣旨の理解でも、②(株式が強制的に取得されるという)「法律関係の確定」日(全部取得の場合には総会決議の成立時)を基準として、③その後に株主となった者は保護の対象外と示唆した点でも、マツヤ事件の各決定(②については原決定及び最終)との相似性が認められる。(一方、ジュピターテレコム事件決定の基準日後株主に関する部分を除き、申立適格ではなく「申立権の濫用」⁽⁵¹⁾が問題とされている点については後述⁽⁵²⁾。)

勿論、株式売渡請求の場合、売渡株式の取得とその対価が確定(後日撤回されない限りだが)するのは対象会社による通知・公告によってなので(179条の3第3項)、上記②の「確定」日が公告等の時点へと修正されるのは本最終(及び原決定)説示の通りである。

このようにして、本最終は全部取得に係る下級審実務を受け継ぎ、その延長線上での解決を指向したものと評価できる⁽⁵³⁾。「類似した制度」全体を眺めるならば、「法律関係の確定」日後に取得した株式の取扱につき、①買取請求権の場面での議論が全部取得の場面にも継受され、②それが更に売渡請求の場面にも継受されたとの関係を見出せるのである(【図表4】⁽⁵⁴⁾)。調査官解説において

も、本最終の立場は「類似の制度である、反対株主の株式買取請求や全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てにおいて、一般に、反対する行為の実施や取得対価の条件等が決定された株主総会決議の後に取得された株式については上記の請求又は申立ての対象とならないと解されていること」「とも整合するもの」と述べられている⁽⁵⁵⁾。

三 規律づけ論との関係

1 規律づけ論の意義と効能！？

もう1つの事情が所謂「規律づけ」機能との関係である。従前の学説上の議論においては、「価格決定申立制度の趣旨(第一義的な目的)の中に規律づけ機能も含めるべきか、どの程度重視すべきか」という価値判断が公告後株主の申立の可否に係る結論を分ける実質的要因になって来た観もある。

ここで「規律づけ」⁽⁵⁶⁾とは「取得対価の公正さにつき裁判所が事後的にチェックする機会を設けることで、特別支配株主による不当な対価設定を抑止・是正する効果・作用」を意味し、論者により「違法抑止」⁽⁵⁷⁾や「抑止機能」⁽⁵⁸⁾「抑止効果」⁽⁵⁹⁾といった語も用いられる。勿論、「訴訟リスク回避のため過度に低廉な取得対価の設定は避ける」のは買取側の動きとして謂わば当然であり、申立を通じた裁判所による審査という制度がかかる意味での「違法抑止」効果を伴うことには恐らく異論はないと思われる。ただ、それに留まらず、価

【図表4】類似制度間での処理基準の継受

制度導入〈改正〉時期	制 度	取得時期による申立の制限(通説的な処理基準)	株主総会
1950年〈S25〉商法改正(その後順次場면을拡大)	反対株主の買取請求権(買取価格決定申立)	(a) 基準日後株主は申立可○ (b) 決議後株主は申立不可× [裁判例] 北日本製紙事件東京地決(S46)・旧カネボウ第2次事件東京地決(H21)(但し共に名義書換未了のケース)	アリ○
2005年〈H17〉会社法制定	全部取得条項付種類株式(取得価格決定申立)	(a) 基準日後株主は申立可○ (b) 決議後株主は申立不可× [裁判例] グッドマンジャパン事件(H25)・ジュピターテレコム事件(H27)の両東京地決は(b)の取扱を示唆	アリ○
2014年〈H26〉会社法改正	特別支配株主の株式等売渡請求(売買価格決定申立)	(a) (総会を経ないので総会に係る基準日はナシ) (b) 公告後株主は申立不可× [裁判例] マツヤ事件最終は明確に(b)を採用	ナシ×

【図表 5】 価格決定申立制度の広範な利用と裁定取引による効能！？

(1) 同制度を利用した裁定取引（アービトラージ：ここでは「公正な価格」よりも割安な取得対価が設定されている場合に、市場で安く買い入れて申立により特別支配株主に高く買い取らせること）による申立が増加し得る分、特別支配株主が対価として公正な価格を提示するインセンティブになる。
(2) その分対価が高く設定されたならば、売渡株主全体の経済的利益にも資する。
(3) 費用・時間の不足から自らは申立できない公告日株主が特別支配株主の設定した取得対価を上回る価格で（アービトラージャーに）売却できる機会が生じる。（「副次的効果」）

格決定申立制度の利用により裁定取引の機会が生じ、一般的な価格形成面で【図表 5】所掲のような裁定取引の効能が発揮され得ることを理由に、規律づけを同制度の第一義的な目的の1つとして重視する立場（以下「規律づけ論」）もある⁽⁶⁰⁾。この立場からは取得時期による制限は不要であり、公告後株主にも申立権を認めるべき旨帰結される。

2 否定説からの反論

これに対し、価格決定申立の可否の問題に規律づけ論を持ち込むべきではないとする立場（「否定説」）からは次のような反論がなされている⁽⁶¹⁾。

(1) 制度趣旨の理解

本制度が機動的な M&A のため集团的法律関係の画一的処理を指向するものであることから、逆に制度立案段階では一貫して個々の少数株主の保護が議論され、売渡請求に対する対象会社の承認とその通知・公告といった制度が導入された。同様に、価格決定申立制度の目的も専ら個別の売渡株主保護と解される⁽⁶²⁾。

(2) 価格決定の効力

裁判所による価格決定の効力は申立に係る売渡株式に限られると解されるので⁽⁶³⁾、売渡請求時に提示される取得対価（少数株主全体に対するもの）が同制度の影響で適正水準になるとは望めないし、規律づけのために申立権をより広く認めるべき要請があるとは考え難い⁽⁶⁴⁾。

(3) 逆効果

規律づけの圧力が強すぎると特別支配株主に過度の時間的コスト・訴訟コストを課すことになり、リスク回避のため効率的な企業再編すら行われなくなる⁽⁶⁵⁾。（従って、申立権者の範囲が広いほど良いとは限らない。）

(4) 公告前の機会

（上場株式の場合、）裁定取引や「不当な対価設定の抑止のため」に株式を譲り受けて価格決定申立しようとする者は、二段階買収の場合であれば公開買付情報の公表後から対象会社による承認の公告までの間に株式を取得すれば良い⁽⁶⁶⁾。

(5) 他の救済手段の存在

対価が著しく不当な場合は、①差止事由（179条の7第1項3号）とされる他、②売渡株式取得無効の訴え（846条の2第1項）における無効事由にも該当すると解される⁽⁶⁷⁾ので、規律づけのための制度として価格決定申立に頼る必要性は高くない⁽⁶⁸⁾。

(6) アービトラージャーの信頼性

理念的には「活発な裁定取引は適正価格の形成に寄与する」と言えるかも知れないが、実際のアービトラージャーに「規律づけを担わせるという仕方には、違和感がないとはいえない」⁽⁶⁹⁾。

(7) 裁定取引の余地

少なくとも二段階買収の事案では、公開買付手続が公正に行われた限り、たとえ価格決定申立をしたところで裁判所は売買価格を公開買付価格と同額に決定すると強く推定される⁽⁷⁰⁾。そうすると、現実には申立制度を利用した裁定取引が成立する可能性は低いと解される⁽⁷¹⁾。

3 本最決での採否

この問題に関する最高裁の考え方は決定文上明確ではないが⁽⁷²⁾、調査官解説では、①上記「2 否定説からの反論」の(1)(2)所掲の通り、価格決定申立制度が個別株主の保護を主要な目的としており、②対象会社が売渡請求の承認、通知・公告、情報開示、撤回の承諾などを通じて「売渡株主の利益を確保する役割を担」⁽⁷³⁾っていること

などを理由に、規律づけを「第一義的な目的」⁽⁷⁴⁾とする立場は否定されている。

また、前述の如く、本最決は買取請求権や全部取得における考え方を継受するものと言えるが、反対株主の株式買取請求権に対しては制度導入当初から濫用の虞が指摘されていたし⁽⁷⁵⁾、その後の同制度の拡大や全部取得条項付種類株式の創設など、時代の進展に伴って「多数派の動きに対するモニタリング」機能などにも言及されるようになった反面、「制度を利用した投機主義的行動」に対する警戒は買取請求のみならず全部取得の場面でも根強く維持されて来たものと察せられる。これは、例えば会社法の規定自体が、買取請求や全部取得の場面での反対株主の原則類型（785条2項1号イ、172条1項1号など）につき、①株主総会前に反対通知をした上で②総会でも反対したことを権利行使要件としており、②については（組織再編等の会社の行為に）「賛成の議決権行使をしながら当該再編に起因する株価値下がりやヘッジしようとするのは権利濫用的である」⁽⁷⁶⁾ことが制度趣旨（一種の価値判断である）とされる点にも顕れている。

これらに鑑みるならば、本最決では明示されないものの、制度理解の根底に上の警戒が含まれることは想像に難くない。少なくとも「規律づけのために申立権をより広く認めるべき」といった価値判断は有していなかったことが偲ばれる⁽⁷⁷⁾。

四 本最決の評価

1 規律づけ論を採るべきか

昭和25年（1950）の商法改正による株式買取請求制度の導入以来、①度重なる制度拡充⁽⁷⁸⁾や②経済団体等による評価の変化⁽⁷⁹⁾、③米国で買取請求権が創設された当初の「反対株主の拒否権喪失の代償」から「投下資本の回収手段」（更に「多数派・支配株主の動きに対するモニタリング」）へといった制度趣旨の理解の変遷⁽⁸⁰⁾、また④会社法制定による「議決権行使と買取請求権との結び付きの切断」⁽⁸¹⁾、⑤全部取得や本制度（特別支配株主の株式等売渡請求）での価格決定申立制度の採

用といった関連する諸制度の推移の中では、近時は裁定取引を通じた「公正な価格」への収斂を期待する規律づけ論が強まっていることも時代の反映と言えるだろう⁽⁸²⁾。

一方で、価格決定申立制度を利用した裁定取引の成立には裁判所が対象会社の承認した取得対価よりも高い価格を認定する必要があるが、特に上場株式の場合、ジュピターテレコム事件最決（平成28年（2017）以降⁽⁸³⁾）、対価の決定過程に係る公正性が担保⁽⁸⁴⁾されている限りそのような決定が下る可能性は極めて低くなっている。従って、活発な裁定取引と価格決定申立による規律づけというのは、通常はあまり想定できない。（但し、このことは「だから申立を認める必要は少ない」だけではなく「だから申立を認めても問題は生じない」という方向にも働き得る。）

2 本最決の選んだ道

以上を前提とすると、（1）（裁定取引を背景とした）「規律づけのために申立権を広範に認める」という見地は容れず、（2）買取請求や全部取得の場面につき「法律関係の確定」日を基準とする従前の通説的立場を継受した上で、（3）公告日株主と公告後株主の性質の違いを根拠に、（4）公告後株主の申立権は一律に否定するという本最決の立場は、少なくとも一つの「割り切り」⁽⁸⁵⁾として理解できない訳ではない。

尚、申立を認めないとの結論につき、本件一審・二審共に「申立適格を欠く」（ので不適法却下）という位置付けとしたのに対し、本最決では「申立てをすることができない」との表現に留まった。そこには前述した全部取得に係る一連の東京地決（あるいは本制度に係るモリテックス事件両決定・後述）の影響もあろうが、株式の取得時期による制限を加える場合、結論的には申立適格の問題として処理すべきだったと思われる⁽⁸⁶⁾⁽⁸⁷⁾。

五 第三の立場

1 従前の議論の全般的問題点

ただ、ここで指摘しておかねばならないのは、

本最決が下されて以降の学説上の議論では、規律づけ論への賛否がフォーカスされる余り、そこで賛否と取得時期による申立の制限という本来別次元の問題が強くリンクされて来たことである。

規律づけ論の立場からは申立を広く認めるべき(取得時期による制限はしない)との帰結が導かれるのは自然な流れとして、逆に積極的に規律づけ論(裁定取引の効能を重視するもの)に立つ訳ではなくても、そこから論理必然的に申立権の制限が導かれる訳ではない。次のように公告後株主にも申立権を認めるべき必要性があり、認めても大きな弊害はないと考えるならば、本最決とは異なった規律が示唆されることになる。

2 申立を認める必要性

(一)「類似する制度」との整合性！？

本最決が株式の取得時期により申立権を制限した背景には全部取得等の「類似する制度」との整合性への配慮があったと推察される点、前述の通りである。

しかし、買取請求や全部取得の場面では株主総会により当該コーポレートイベントの実施が決議されるのに対して、株式売渡請求の場合は株主総会を経ない点で大きな相違がある。それにも関わらず全部取得等と同様の取扱をする場合、特に次の2点で株主の利益を害することになる。

(1) 公告日の予測可能性

全部取得等の場合、法律関係が確定する株主総会決議日が申立の可否の分岐点とされるが、臨時総会であれば基準日が原則として公告され(124条3項本文)⁽⁸⁸⁾、その時点で総会の開催日も明らかとなる。これに対して、売渡請求につき本最決が基準とする「対象会社による承認の通知・公告日」は事前に開示されない。従って株主サイドから見ると、(申立の可否のみならず、株式の流動性にも影響するような)「売渡株式の価値に関する重要な変化が事前の予告なく突然生じることになる」⁽⁸⁹⁾。また、それを前提とすると、3日目決済の原則(東証業務規定9条3項)に拠る上場株式(普通取引)の場合、偶々公告日の2取引日前に買い付けていた投資家は保護されるが前日(あるい

は当日)に買い付けた者の受渡(決済)は公告後となるので、そのままでは不公平感を生むだろう⁽⁹⁰⁾。

(2) 手続保障

また、全部取得等の場合、原則として株主には株主総会で意見表明する機会が付与される(しかもその後買取請求や価格決定申立による保護もなされる)のに対して、株式売渡請求の場合は総会を通じた関与は不可能である。勿論、制度上は対象会社による承認制度が置かれるが、「対象会社が株主の利益保護に当たる」との建前が実際に機能するのは保証の限りではない(撤回制度とも関連して後述)。

そうであるならば、裁定取引の効能を通じた規律づけといった理屈とは別に、強制取得を正当化する前提⁽⁹¹⁾として申立の機会を広く付与しておくのが手続保障の要請に沿う⁽⁹¹⁻²⁾。

この点、①本制度は「議決権を90%以上保有する者による再編につき株主総会決議は不要」とする点で略式組織再編に倣ったものと説明されるが⁽⁹²⁾、略式組織再編では特別支配会社等(785条2項2号括弧書きなど)を除く「全ての株主」(同号など)が反対株主として買取請求できるとされており、これに制限を加えるべきとの議論は殆ど見られない⁽⁹³⁾。あるいは、②通常の買取請求や全部取得の場面であっても、前述の一連の下級審判例を含め近時の学説・判例では「当該総会において議決権を行使することができない株主」(785条2項1号ロ、172条1項2号など)に(立法時に想定されていた議決権制限株式の株主に限定せず)基準日後株主も含める立場が有力であり⁽⁹⁴⁾、(決議後株主についてはさて置き)全般に「株主総会で意見表明できない者」には保護を与える傾向も見られる。

これらに鑑みるならば、「株主総会を経ない手続である以上、株式の取得時期に関わらず、売渡株主には広く申立権を認める」とした方が一貫性があると見ることもできよう。

(二) 申立要件としての明確性

申立適格の有無は「裁判所による価格決定(非訟事件手続)というサービスを受けられるか」と

いう手続の前提要件である以上、予測可能性や法的安定性の観点からは明確に判断できることが必要であって⁽⁹⁵⁾、特に何らかの基準時を設定する場合にはそれが明示されている方が好ましい点、論を俟たない。

然るに、規定の文言上は申立できる「売渡株主」(179条の8第1項)に特に制限はなく⁽⁹⁶⁾、本制度立案時にも取得時期による制限が論じられた形跡はない⁽⁹⁷⁾。

とするならば、余程の必要性がない限り明文に拠らない解釈上の制限は避けるべきだが⁽⁹⁸⁾、既に述べた如く、本最決は実質的な理由を挙げておらず、その立場が論理必然のものなのか、必ずしも疑義を払拭できてはいない。

(三) 株式の取得時期の認定

本最決のように株式の取得時期により限定を加える場合、当然、取得時期の認定が重要となる。しかし、①たとえシステムの的に管理される振替株式であっても、実質的な株主や株式の取得時期は必ずしも簡明且つ正確に認定できる訳ではない⁽⁹⁹⁾⁽¹⁰⁰⁾⁽¹⁰¹⁾。また、本最決を前提として、②名義書換未了の株主の取扱⁽¹⁰²⁾⁽¹⁰³⁾の他、(関連問題として)③公告日株主による「買い増し」⁽¹⁰⁴⁾⁽¹⁰⁵⁾、④売渡請求につき善意の株主⁽¹⁰⁶⁾の取扱なども俎上に載せられて来た訳であり、仮にそれらの問題全てにつき実質的見地からの認定(あるいは「買い増し」分の峻別など)を要求するならば実務上煩に堪えない事態も招来し得る。

付記するならば、本件でも正にそうであったように⁽¹⁰⁷⁾、そもそも裁判所がどの程度リジッドに株式の取得時期を認定して来たのか(あるいは「できるのか」)についても全く疑問がない訳ではない⁽¹⁰⁸⁾。

(四) 撤回制度との均衡

モリテックス事件⁽¹⁰⁹⁾(マツヤ事件との時系列関係については【図表6】の通り)の原審さいたま地決平成29年(2017)1月25日は、取得日の前日までは特別支配株主による売渡請求の撤回があり得る以上、同日までに株式を譲り受けた者が「株式の継続保有」「に対する期待」を有していなかったとは言えない等と説示して公告後株主による申立を認めた(抗告審東京高決平成29年6月19日も同)⁽¹¹⁰⁾。本件原審でも申立人側は撤回制度との均衡等を挙げ同様の主張をしたのに対し、原決定は、[a]撤回制度は「特別支配株主の財務状態が悪化して対価の交付が困難となった場合等、売渡株主等の利益保護が必要な限定された場合を想定するもの」であり、且つ、[b]「対象会社の承諾を得た場合に限り撤回を許すもの」なので、[c]「売買価格決定の申立権をどの範囲の株主等に付与するかということとは、何らの関連性もない」と説示した。

確かに撤回制度の趣旨は、特別支配株主の財務状況悪化の場面で売渡株主が強制執行手続を執る必要性をなくす等の売渡株主保護にある旨説明されている⁽¹¹¹⁾。しかし、撤回制度は、①創設時の議論でも(少数株主保護の観点から)立法論的疑義が示されていたものであり⁽¹¹²⁾、また、②「支払手段の確保」等が売渡請求の承認要件であるにも関わらず「特別支配株主の対価支払不能」の場面が典型例とされること自体、対象会社取締役(会)が売渡株主保護のために善管注意義務を果たせない⁽¹¹³⁾のを前提としている訳であり、そのような対象会社取締役(会)に撤回の承諾(チェック)を行わせて売渡株主保護を図ると言ったところで説得力を欠く。しかも、③撤回が認められ

【図表6】マツヤ事件とモリテックス事件の時系列関係

	マツヤ事件	モリテックス事件
平成28年	【第一審】長野地決(8月12日)	
平成29年		【第一審】さいたま地決(1月25日)
	【第二審】東京高決(1月31日)	
		【第二審】東京高決(6月19日)
	【最終審】最決(8月30日)	

る場面の如何も解釈に委ねられており、現時点でもその範囲は不明確である⁽¹¹⁴⁾⁽¹¹⁵⁾。

このように見るならば、(ア) 撤回制度の趣旨が売渡株主保護であるとは言い条、本質的には特別支配株主側の経営判断や集团的法律関係の画一的処理への配慮がかなりの比重を占めている点は否めない⁽¹¹⁶⁾。あるいは、(イ) 本制度の解説によっては「想定を超える申立があった場合」も撤回を認める典型的場面とされるが、それならば公告後株主にも申立を認めれば良いとも言える⁽¹¹⁶⁻²⁾。

本最決は撤回制度につき言及しなかったが、(a)「株式を売り渡すことになることが確定した後に売渡株式を譲り受けた者は」保護の対象外とする以上、「撤回可能期間中は未確定」との見方に対して何らかの回答を提示すべきだし、(b) 上記 (ア) (イ) との関係でも公平性・均衡性の観点からの洗い直しが望まれる。

3 許容性

(一) 上場会社の場合

上場会社の場合、前述の如く、現在の裁判実務上は申立制度を利用した裁定取引自体の成立余地は少なく、濫用的な目的で公告後に株式を取得するケースはあまり想定できない⁽¹¹⁶⁻³⁾。従って、手続的な公正性が担保されている限り、公告後株主に申立を認めたところで実際の申立は少ないだろうし、「効率的組織再編への萎縮効果」云々を問題にする必要性も低い⁽¹¹⁷⁾。

一方、現在の上場会社の M&A 実務上は例外的事案となろうが、手続的公正性が欠如し、取得価格が公正な価格より大幅に低く設定された場合⁽¹¹⁸⁾は、申立により公開買付価格（予定される取得対価も同額であろう）よりも高い売買価格が決定される可能性もある。①それを狙ってアービトラージャーが参入する場合、公開買付情報等を通じて（現在の判例を前提とすると）対象会社による承認の公告前に株式を取得すると予測され、公告後株主の申立を否定したところでそれを防げる訳ではない。また、②そのようなプロ投資家の行動に追随する動きが出るかも知れないが、そこで公告後株主についてのみ株式の取得時期を理由に申

立を禁ずるのが緊要なのかには再考の余地もあるだろう⁽¹¹⁹⁾。何れにせよ、最終的に責任を負うべきは不公正な組織再編を試みた特別支配株主・対象会社側の筈である。

(二) 非上場会社の場合

非上場会社の場合は、元々市場株価という客観的指標が存在しない上に⁽¹²⁰⁾、（上場会社の二段階買収の場面とは異なり、）公正性担保措置による株主保護も図れない（また対象会社による承認云々では不足である）。従って、手続保障のため価格決定申立を認めるべき要請は強い⁽¹²¹⁾。

一方、非上場株式の裁定取引といったものはあまり想定できず（しかも通常は株式譲渡制限が行われる）、仮に不当な対価釣り上げのために株式を取得したような者が登場したとしても、（手続コストは避けようがないにせよ、）権利濫用（申立権の濫用）法理の発動、公正な価格での決着等により対応すれば足りる筈である。

(三) 仮払制度の導入

また、平成 26 年（2014）改正では価格決定申立時の仮払制度も導入されたことから（売買価格決定申立の場合は 179 条の 8 第 3 項）、「従前は、法定利息の獲得を狙った申立てが行われる危険のゆえに、申立権者の範囲を制限すべきとする議論もありえたが」、「かかる危険は減少した」⁽¹²²⁾という環境変化も考慮に入れ得るように思われる。

おわりに

本稿では公告後株主には売渡請求時の売買価格決定申立を認めないとしたマツヤ事件最決につき論じて来た。同最決は直接には価格決定申立制度の趣旨と公告後株主の性質を根拠とするが、実質的には全部取得の場面等「類似する制度」との整合性が考慮されたものと言える。

しかし、そこで範とした全部取得等での規律の背景には「濫用的申立に対する警戒」もあるところ、再々触れた如く、価格決定申立に係る現在の裁判実務上は投機主義的行動のための濫用的申立はあまり想定できない等、制度を取り巻く環境は大きく変容している。

一方で、本最決の採る規律には、公告日を基準とすることの適否（予測可能性など）、株主総会決議を経ないキャッシュアウトにおける少数株主の保護（手続保障）、撤回制度との関係など、理論的に再検討すべき問題も少なくない。あるいは、本稿では紙面の都合上脚注に記すに留めたものの、株式の取得時期の認定⁽¹²³⁾や「買い増し」の取扱といった運用上の課題を招来する点で些か煩瑣でもある。

だとするならば、上の事情も踏まえ、果たして株式の取得時期による申立適格の制限が必要なのか、今一度問い直されて然るべきではないか。

(2023年4月6日脱稿)

-
- (1) 「支配株主が、少数株主の有する株式の全部を、少数株主の個別の承諾を得ることなく、金銭を対価として取得することで、当該会社から少数株主を締め出すこと」であり、スクイズアウトとも呼ばれる。坂本三郎編著『一問一答 平成26年改正会社法〔第2版〕』（商事法務、平成27年）250頁など参照
 - (2) 正確には「会社法制定後は」という限定が付く。商法第二編時代からの法制及びキャッシュアウト実務の変遷については伊藤靖史「特別支配株主の株式等売渡請求」同志社法學67巻6号111頁など参照。尚、本稿では会社法制定前の商法を旧商法と呼ぶことがある。
 - (3) 全部取得条項付種類株式は本来100%減資の便宜を目的とするための制度であったところ、税制上の理由等から同種類株式の利用がキャッシュアウトの「通例」となっていた点については、法務省民事局参事官室『会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明』（平成23年）41頁、岩原紳作ほか編『平成26年会社法改正——会社実務における影響と判例の読み方』（有斐閣、平成27年）74頁、伊藤（靖）・前掲（注2）114頁・116頁など参照
 - (4) その他、公開買付前置型二段階買収の第2段階目として用いる場合、第1段階目であるTOBからキャッシュアウトまでに時間がかかり、TOBに応募しない株主が不安定な立場に置かれることからTOBの強圧性が高まるといった点も指摘され

ている。法務省民事局参事官室・前掲（注3）41頁、坂本編著・前掲（注1）252頁、岩原他編・前掲（注3）74頁。辰巳郁「判批」金融法務事情2080号44頁（46頁）、山本真知子「判批」新・判例解説 Watch22号137頁（138頁）など参照

- (5) 坂本・前掲（注1）252頁、松田敦子「判解」最高裁判例解説民事篇平成29年度〈上〉331頁（335頁）など。尚、本制度は会社法制定時にも導入が検討されたものの、「意見の隔たりが大きかったため」先送りとなっていたものである。伊藤（靖）・前掲（注2）116頁
- (6) キャッシュアウトの対象に新株予約権が含まれた点については法務省民事局参事官室・前掲（注3）42頁など参照。本稿で扱うマツヤ事件最決の基準は、その説示の内容に照らして新株予約権売渡請求に係る売買価格決定申立の場合にも妥当すると見る見解もある。久保田安彦「判批」リマークス57号（2018〔下〕）88頁（91頁）、辰巳・前掲（注4）50頁など参照。但し、まだ株主になっていない新株予約権者の場合、既に出資を履行した株主の場合と比して対象会社に係る利害関係は相対的に希薄と言えることから、通知の取扱等に見る如く「売渡株主と同程度の保護を与える必要はない」と評価されることもある。坂本・前掲（注1）275頁、松田・前掲（注5）344頁注〈8〉など参照
- (7) 江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』（有斐閣、2019年）278頁以下など参照
- (8) 江頭・前掲（注7）281頁以下、松田・前掲（注5）336頁など参照
- (9) 売渡請求の承認（179条の3第1項・第3項）は対象会社取締役がその職務として行うものである以上、取締役は承認の決定につき善管注意義務を負うことになる（330条・民法644条）。尚、この善管注意義務により誰の利益を守るのかについては、「本来、取締役の善管注意義務は、対象会社、ひいては対象会社の全株主の利益を保護することを目的とするものですが、株式等売渡請求は、特別支配株主が請求するものであるため、対象会社の取締役にその『承認』を求める意味は、取締役に、特別支配株主以外の株主等、すなわち、売渡株主等の利益を保護することを求めるところにあることは、そのような承認という手続が設けられたこと自体から明らか」と説明される。引用は坂本編著・前掲（注1）272頁。その他、

野村ほか編著『平成26年改正会社法－改正の経緯とポイント』（有斐閣、2014）99頁など参照。

尚、(a) 岩原ほか編・前掲（注3）77頁は、「会社法の規定上は、取締役の善管注意義務は委任者である会社に対して負うものとされ（330条・民法644条）、株主は義務の相手方になっていない（忠実義務についても同様。355条）。しかし、営利法人である会社の利益を図るということは、基本的には、その実質的所有者である株主の利益を図ることを意味する。また、組織再編の対価の決定のように、取締役の職務執行が、直接株主の営利に影響を与える場面も多い。それゆえ、取締役は、善良な管理者の注意を尽くして株主の利益を図るという義務も負っていると解すべきである」等とされ、(b) 伊藤（靖）・前掲（注2）123頁は「取締役は、一般的に、M&A等の場面で、会社とは切り離された株主の利益に配慮し、対価の公正性を確保する義務を負うと解すべき」とされた上で、取締役の義務の詳細について論じられている。その他、対象会社取締役（会）による承認の意義については飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」商事法務2063号29頁（30頁）なども参照

- (10) 売渡株式取得無効の訴え（846条の2）における無効事由の中身が解釈論に委ねられていることについては、坂本編著・前掲（注1）283頁など参照
- (11) 尚、浅岡義之「株式等売渡請求における売買価格決定申立制度」西村あさひ法律事務所 M&A ニューズレター2016年3月号4頁（5頁）は「これまで、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトにおける取得価格決定申立事件においては、法律上の論点として、価格決定申立制度の趣旨、申立ての適法性（申立適格）、『公正な価格』の判断枠組み、算定の基準時点（また、これと区別される必要のある別論点として、『公正な価格』の判断に際して参照すべき情報の時点）、当事者の採用した企業価値評価手法の適否や上記判断枠組みとの関係などが、また、事案毎の事実上の論点として、取引の独立当事者取引性や取引の公正性を担保するための措置の十分性、当事者が採用した企業価値評価手法の前提となる事実や評価過程の当否などが、それぞれ争われてきたところ、「今後、株式等売渡請求に係る売買価格決定申立事件においても同様の論点が争われるこ

とになると考えら」れるとされている。

- (12) マツヤ事件は振替株式発行会社の事案であったため通知ではなく公告が行われたが、裁判所は公告と通知を特に区別せずに論じるので、同事件最決の基準の射程は通知により処理された事案にも及ぶとされる。久保田・前掲（注6）91頁、辰巳・前掲（注4）50頁、山本（真）・前掲（注4）140頁など参照
- (13) 但し、松田敦子「判解」『最高裁 時の判例〔平成27年～平成29年〕〔9〕』（有斐閣、2019年）245頁（246頁）によると、判例集未収載の下級審判例の中には、マツヤ事件以前にも公告後株主による申立が争われた事案（例えば東京高決平成28年9月30日）があり、その「大多数が本件の原審と同様に申立適格を否定し申立てを却下している」とのことである。久保田・前掲（注6）89頁も同旨。尤も松田「判解」ジュリ1516号90頁（91頁）は後述のモリテックス事件を挙げて、撤回制度を引き合いにして「申立適格を認めたものもある」ともされており、辰巳・48頁は「下級審裁判例においても見解が分かれている状況にあった」とされる。
- (14) 尚、本件の(株)マツヤ（7452：本社長野市）は長野県内で食品スーパーを展開していた企業であり、(ア) 2010年代以降、粉飾決算や債務超過が明らかになるなど経営が悪化したことから、(イ) アルピコHD(株)（本件Y社：非上場：本社松本市）による本件二段階買収を経て一旦同HDの完全子会社となったが（同買収手続中の2015年12月28日に上場廃止）、(ウ) 2016年4月1日には同じくアルピコグループ傘下でスーパーマーケットを展開する現(株)デリシア（マツヤとの合併前の商号は(株)アップランド：非上場：本社松本市）に吸収合併され消滅したものである。（アルピコGはアルピコ交通(株)〈旧松本電気鉄道〉を中核企業として長野県を中心に事業展開する企業グループ。）
- (15) 本最決の判断構造を3段階に分ける点については、久保田・前掲（注6）89頁、寺前慎太郎「判批」商事法務2275号125頁（126頁）など参照
- (16) 坂本三郎ほか「平成二六年改正会社法の解説〔Ⅶ〕」商事法務2047号5頁、坂本・前掲（注1）254頁、福島洋尚「判批」判時2380号159頁（判評7171号13頁）（160頁）など参照
- (17) 松田・前掲（注13）〔ジュリ〕91頁、伊藤吉洋

- 「判批」法学（東北大）82 卷 5 号 83 頁（85 頁）、辰巳・前掲（注 4）46 頁など参照。尚、正確には、株式売渡請求は一種の形成権の行使であり、対象会社による承認が売渡株主に通知・公告されると、個別の承諾を要することなく、特別支配株主と売渡株主との間に売渡株式の売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる、という流れである。
- (18) 松田・前掲（注 5）342 頁は公告後株主は「通知又は公告により株式売渡請求の事実や売渡株主に交付される対価の具体的な額等が明らかになった（売渡株主に対して個別の通知がされる場合であっても、特別支配株主及び対象会社以外の者に上記の内容が明らかになり、当該者から情報を得られるという点で、対外的に明らかになったと評価し得るといえる。）後にあえて売渡株式を譲り受けた」ものと評価されている。寺前・前掲（注 15）129 頁は「こうした公告後株主の認識に関する要素は、多くの先行評釈で本決定の実質的な根拠として指摘されて」いるとした上で、松田・同所の他、松尾健一「判批」法教 447 号 149 頁、久保田・前掲（注 6）89 頁、加藤貴仁「判批」平成 29 年度重判 102 頁、伊藤（吉）・前掲（注 17）87 頁を挙げられる。
- (19) 寺前・前掲（注 15）128 頁
- (20) 寺前・前掲（注 15）128 頁。尚、本最終は通知・公告の「時点における対象会社の株主」が「株式を売り渡すことになる」とするが、実際に売り渡すのは特別株主による取得日の株主であり、両時点間で株式譲渡等による株主の変動はあり得る。この辺りの認識については本制度に係る条文体裁に不整合が指摘されるのと共通する問題である。
- (21) 松田・前掲（注 5）341 頁
- (22) 引用部分は久保田・前掲（注 6）89 頁。その他、松尾・前掲（注 18）149 頁、辰巳・前掲（注 4）48 頁など参照
- (23) この点、高橋真弓「判批」民商法雑誌 154 卷 2 号 118 頁（126 頁）は「少なくとも、小規模閉鎖会社において、名簿上の株主に対する通知と書面等の備置・閲覧（179 条の 5）しか行われない場合に、例外なく株式譲受人の悪意を擬制するのは難しいだろう」と問題提起され、久保田・前掲（注 6）89 頁も「対象会社が本件のような公告ではなく、株主に対する通知を行う場合は、必ずしも株式売渡請求に係る情報が対外的に明らかにならな
- い」とされている（但し非上場株式を譲り受ける際に発行会社に係る「情報を知らないというのは現実にはあまり考えにくい」とも指摘される）。寺前・前掲（注 5）128 条も同様に「事前に知らなかったという問題が顕在化しやすい」とされる。
- (24) 但し、仮に非上場株式の譲渡人等が株式売渡請求に係る情報を隠していたような事案が生じた場合、当該売渡株主（譲受人）と株式譲渡人または株式譲渡承認をした対象会社との間の契約責任など民法上の問題として処理することが示唆される。松尾・前掲（注 18）149 頁、久保田・前掲（注 6）89 頁、津田裕介「判批」札幌大学研究紀要 1 号 167 頁（197 頁）など参照
- (25) これに対し、(a) 振替株式の場合は公告により悪意が擬制されるし、(b) 就中上場株式の場合は①取引の性質上、個別の善意悪意を問題とすべきではない他、②株式等売渡請求の承認が適時開示され（東京証券取引所有価証券上場規程 402 条 1 号 aq）、また、③株式売渡請求を反映した株価での取引となっている筈である。ただ、だからと言って常に「知っていて敢えて取得した以上、申立を許すべきでない」とまで断言できるかには検討の余地もあろう。
- (26) 金商法上、投資家の合理的な判断の基礎と株主の平等な取扱を保障するため、TOB 時には公開買付開始公告及び公開買付届出書（金商法 27 条の 3）、公開買付説明書（27 条の 9）、公開買付対象者による意見表明報告書等（27 条の 10）、公開買付報告書等（27 条の 13）などを通じた情報開示が義務づけられる。近藤光男ほか『金融商品取引法入門』（商事法務、2009 年）339 頁以下など参照
- (27) 例えば福島・前掲（注 16）163 頁は、仮に「知り得た」ことを基礎にするのであれば「本件のような二段階買収の場合、公開買付けの開始時に、公開買付けの結果により特別支配株主の売渡請求がなされることは予告されており、かつ売渡請求に対する取締役会の承認」「は、実質的には公開買付けに対する取締役会の意見表明（金商法二七条の一〇）の段階で判断されると見れば」、その時点以降に株式を取得した者に申立権を認めるべきでないという利害関係参加人側の「主張は実質に即したといえるであろう」とされる。
- (28) 公開買付届出書等により TOB 後にキャッシュア

ウトを行う予定であることやキャッシュアウト価格が TOB 価格と同一であることは公表されるが、そのように（「ほぼ確実な予定」として）株式売渡請求の内容が表明された以上、「認識」を問題とするならば「当該公表以降に株式を譲り受けた者については保護の必要なし」という方向性も考えられないではない。久保田・前掲（注 6）90 頁など参照。尚、浅岡・前掲（注 11）6 頁は、「対象会社が株式等売渡請求を承認し、その旨が公表されればば、株主においても株式等売渡請求により自らの保有する対象会社の株式が特別支配株主に取得されることが明らかとな」るので、「その後」に取って対象会社の株式を取得した株主は、その意思に反して当該株式の売却を強制されたとはいえず、少なくとも当該承認・公表後に取得された株式については売買価格決定の申立適格を欠くと解すべき」とされており、適時開示事項としての「株式等売渡請求の承認」の公表時点を基準と捉えられていたようである。（尚、モリテックス事件・後掲（注 109）の参加人も第一審では「株式等売渡請求の承認」の「公表」時以降の売渡株主には申立権はない旨主張していた。）

- (29) 本件原々審は、[a]「特別支配株主による株式売渡請求の通知に対して、対象会社による売渡請求の承認決議がされ、その旨が公表された後に、売渡株式を取得した株主は、不利益を被ることが決定され、そのことを知り得た後にあえて株式を取得するものであって、法 179 条の 8 第 1 項による申立権を認めてこれを保護する必要がない」として「知り得た」ことを問題とする旨明示しており、結論としても対象会社が取締役会で承認の決議をして「その旨を JASDAQ において公表した」（引用中、傍点は筆者）時点以降に株式を取得した申立人の申立適格を否定するという体裁を採った。尚、[b] 利害関係参加人が（株式売渡請求の予定は既に公表されていたので）TOB の成功（議決権の 90% 以上の取得）が公表された時点以降に株式を取得した者については申立権なしと主張したことに対しては「対象会社による取締役会において承認決議がされて初めて売渡株式を保有する株主を保護する必要が生じるのであって」、TOB の結果公表の時点では「参加人による本件売渡請求も、対象会社による取締役会による承認決議もされていない以上、同日をもって、売買価格決定の申立適格の有無を判断すべき基準時とすることはできない」と説示した。
- (30) 原審では、価格決定申立の趣旨は「特別支配株主から売渡株主等に対する株式等売渡請求がなされることにより、売渡株主等はその意思に関わらず一方的に、売渡株式等について、特別支配株主との間の売買契約上の売主の立場に置かれることとなるから、かかる法律関係が形成された時点の対象会社の株主等に、その経済的利益を確保する手段として、対価の相当性についての不服申立ての機会を与えるものと解される」ところ、「これに対して、対象会社が売渡請求を承認した旨を通知又は公告することにより特別支配株主から売渡株主等に対して売渡請求がなされたときみなされた後に対象会社の株式等を取得した者は、上記のような法律関係が形成されたことを当然の前提として対象会社の株式等を譲り受けた者であるから、法は、このような者の経済的利益を確保するために、価格決定の申立権を認める趣旨とは解し難い」とされた。
- (31) 但し、福島・前掲（注 16）163 頁は「本決定・原決定が、売渡株主を制限的に解釈する理由として、譲り受けた者が『知り得た』ことを基礎としているのか、あるいは、『株式を売り渡すことになることが確定した』ことを基礎にしているのかは、必ずしも明らかでない」とされる。
- (32) その他、仮に「法律関係の確定」に着目すると、公告後株主が「売り渡すことが確定した」という属性が付された株式を取得したとの構成も提示されるが、その場合、「かかる属性は承継される一方、公告日株主に付与されていた申立権は譲受人には承継されない」という問題も指摘される。福島・前掲（注 16）163 頁参照。尤も、属性の問題については夙に鈴木忠一「株式買取請求手続の諸問題」鈴木忠一編集代表『（松田判事在職 40 周年記念）会社と訴訟（上）』（有斐閣、昭和 43 年）143 頁が「反対株主が買取請求権を一旦取得しても、其後当該株式を第三者に譲渡した場合は、買取請求権は消滅し、第三者たる特定承継人に買取請求権乃至売主たる地位は移転しない。蓋し買取請求は反対株主が株主たる限りの救済方法にとどまり、当該株式に附着する権利ではないからである」として「一身専属性」を説かれており（149 頁）、松田・前掲（注 5）349 頁注〈30〉は同所を引いた上で「売買価格決定の申立てもこれと同様に解するのが相当であるように思われる」とされ

ている。

- (33) この点、寺前・前掲（注15）128頁など参照
- (34) この点、田中亘「商法学における法解釈の方法」山本敬三ほか編『法解釈の方法論』（有斐閣、2021年）159頁では「理由づけを実質的に省略して結論を提示した」と手厳しい評価がなされている。
- (35) 尚、合併等の組織再編や事業譲渡などに際しての反対株主の買取請求とそれに続く買取価格決定申立の制度については拙稿「株式買取請求と『公正な価格』—上場株式に係る判断枠組みを中心に—」追手門経営論集26巻1号29頁など参照
- (36) 松田・前掲（注5）338頁以下、福島・前掲（注16）161頁、寺前・前掲（注15）129頁など参照
- (37) 〔甲〕買取請求権を有する反対株主の範囲については、(i) 当該株主総会に先立って反対する旨を会社に通知し、且つ、当該総会で反対した株主か、(ii) 当該総会において議決権を行使することができない株主に限定され（785条2項1号イ・ロなど）、〔乙〕取得価格決定申立をできる株主の範囲についても同様に限定される（172条1項1号・2号）。但し、これらの制限は株式を取得した時期による制限とは別次元の問題とされる。
- (38) 松田・前掲（注5）338頁以下参照。但し、取得時期による制限については、基準日以降に取得した株主が（申立等を認められる）「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」（116条2項1号ロ、172条1項2号）に該当するか、といった形での議論も行われており、保護される「株主の範囲」と「株式の範囲」の関係は若干込み入っている。次注以下参照
- (39) 現行会社法上の基準日後株主の取扱いに関しては、(a) 「議決権を行使することができない株主」（116条2項ロ）に買取請求権を付与した本来の目的が「議決権が制限された種類株主に株式買取請求権を認めること」にあったという立法経緯に鑑み、基準日後株主はこれに含まれない（買取請求権ナシ）とする見解（葉玉匡美「株式買取請求権と預託証券の取扱い」T & A master236号41頁、郡谷大輔「組織再編における反対株主買取請求権の実務対応—株主の範囲と取得時期」ビジネス法務9巻1号60頁以下、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号7頁など）がある一方、(b) 同規定の文言上は基準日後株主が排除されていないことからこれを認める見解

（江頭・前掲（注7）845頁、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6頁など）もある。

決議後株主の取扱いに関しては、上記(a) 説にあっては基準日以降に株主になった者についてはシャットアウトされるので別途論じる必要性はないだろうが、(b) 説に立つ見解でも「株式買取請求権の対象となる行為を行うことが確定した後に取得した株主にまで株式買取請求権による保護を認める必要はないことから、株主総会までに株主名簿に記載又は記録された株主であることを要するとして」決議後株主「にまで権利行使を認める見解は少ない」と指摘される。引用は江頭ほか編著『論点体系 会社法1 総則、株式会社1』（第一法規、平成24年）323頁〔高原達広〕

- (40) 「いつの時点の株式について買取請求できるか」という問題設定に関しては、(I) 旧商法時代から、例えば上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法（5）株式会社の機関（1）』（有斐閣、1986年）288頁〔宍戸善一〕では「問題の決議が成立して初めて、反対株主を保護する必要が生じるので」「総会決議の時」に保有していた株式が買取請求の対象となるが、「決議成立後に取得した株式については、買取請求による保護を与える必要はない」とされていた。(II) 現行会社法上も、例えば江頭・前掲（注7）845頁は、組織再編等の買取請求権につき「総会における議決権行使の基準日後に取得された株式」「も株式買取請求の対象となるが、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」とされ、決議後株主に認めない理由として「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である」と述べられている。江頭ほか編著・前掲（注39）325頁〔高原〕も「いつの時点で保有する株式について株式買取請求権の行使が認められるかについては、株主総会の決議の時と解する見解が多数説となっている」旨述べられる。
- (41) 北日本製紙事件東京地決昭和46年4月19日下民集22巻3=4号頁は、吸収合併時の消滅会社株主（申請人）が株式買取請求した事案につき、「商法四〇八条の三第一項の規定により買取請求の対象となるのは、特段の事情のないかぎり、株主名簿上の株主が合併契約書承認決議および買取請求の

ときに現に有する株式であると解するのが相当であるところ」、申請人保有の株式の内、1万株は「右決議の行われた翌日」「に申請人名義に書換えられたものであることが認められる。したがって、右決議のとき申請人は右の一万株については株主名簿上の株主ではなく、右一万株は本件買取請求の対象とはならないというべきである」と説示した。旧商法下において株主名簿の記載を基準に「決議後株主には買取請求権（従って価格決定申立権も）なし」とした下級審判例として理解できるだろう。

- (42) 例えばメディアエクスチェンジ事件（最（三）決平成22年12月7日民集64巻8号2003頁）に関する田中秀幸「判解」最高裁判例解説民事篇平成22年度〈下〉745頁は、その766頁注〈21〉で、大要、「172条1項は全部取得時の救済方法として反対株主の株式買取請求権と同じ機能を有するところ、株式買取請求権については総会決議後に取得した株式は買取請求の対象とならないと解されており、全部取得時の場合に異なる解釈を採用すべき理由もない」として決議後株主の申立は認められないとされる。松田・前掲（注5）347頁注〈21〉も参照
- (43) 松田・前掲（注5）338頁以下、金田聡「判批」ビジネス法務2018年6月号75頁など参照
- (44) 岩原紳作『「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説 [IV]』商事法務1978号39頁（47頁）、法務省民事局参事官室・前掲（注3）44頁、松田・前掲（注5）337頁、同・前掲（注13）[時の判例]246頁、福島・前掲（注16）161頁、岩原ほか編・前掲（注3）82頁など参照。また、辰巳・前掲（注4）46頁はそのように株式売渡請求時の価格決定申立が全部取得時のそれに倣ったものであることを理由に、「裁判所における売買価格の決定は、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に関する裁判例と基本的に同様の考え方に基づいて行われることになるものと解される」と断っておられる。この点、藤田友敬「判批」資料版商事法務388号49頁注〈1〉も参照
- (45) 但し、株式売渡請求の場合は株主総会決議を経ず、且つ、発行会社ではなく特別支配株主が買取の主体となるといった点で172条の場面とは異なっている。後者の点、即ち対象会社ではなく、「特別支配株主が売渡株主から直截に買い取る」という体裁が採用されたのは、本制度がキャッシュアウト自体を目的として創設された制度であり、「少数株主の有する株式が特別支配株主に直接移転するものとするのが直截であり、それが経済実態にも合うと考えられ」たからである。法務省民事局参事官室・前掲（注3）42頁
- (46) ①グッドマンジャパン事件（東京地決平成25年7月31日資料版商事法務358号148頁）、②セレブリックス事件（東京地決平成25年9月17日金融・商事判例1427号54頁）、③エース交易事件（東京地決平成25年11月6日金融・商事判例1431号52頁）、④ジュピターテレコム事件（東京地決平成27年3月4日金融・商事判例1465号42頁）、⑤東宝不動産事件（東京地決平成27年3月25日金融・商事判例1467号34頁）
- (47) 前注所掲の裁判例は全て東京地裁民事第8部に係属したものだが、その後のエスバンス事件（大阪地決平成29年1月18日金融・商事判例1520号56頁）では基準日後株主による申立の可否自体が争われることはなく、大阪地裁も「前提事実によれば、申立人による本件対象株式の取得価格決定の申立ては適法にされたものといえる」とのみ説示した点等に鑑みると、実務的には確立した取扱と言えそうである。東京地裁での実務的取扱の「確立」については津田・前掲（注24）177頁注〈13〉及びそこに示された文献参照
- (48) 同事件は当時東証マザーズ上場のグッドマンジャパン(株)（不動産売買・仲介業など）の非公開化手続として全部取得条項付種類株式の取得を行った事案であり、種類株式発行に係る定款一部変更等につき定時株主総会で付議、その後の別会日の種類株主総会で全部取得条項の付加に係る定款一部変更につき付議され、且つ申立人（会社側の非公開化手続の公表後に、取得予定価格〈1株7万円〉よりも若干低い価格で同社株を購入した者であり、最低限7万円で売却できる機会を確保しつつ取得価格決定申立を通じた差額取得を試みるという機会主義的行動に出ている可能性が高い者）の株式取得時期も何回かに分かれていることから事実関係が若干複雑ではあるが、東京地裁は、〔A〕基準日後株主については、①「会社法上、同法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、更にその種類を、議決権制限株主等、特定の種類の株主に限定する旨の規定は存在しない」こと、また、②「株式買取請求や買取価格決定の申

立ては、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記請求や申立ての前提としなければならない関係にあるわけではない」ことから、③「基準日後取得株主は、会社法 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』として、価格決定の申立てをすることができると解するのが相当である」等と説示する一方、[B] 決議後株主に係る一般論としては「通常、株主総会における全部取得の決議後に取得した株式に係る価格決定の申立ては、株式を取得した時点において、決議の内容（全部取得）が実現することが確定していることから、上記株式について価格決定による保護を与える必要はなく、価格決定申立権の濫用に当たると解される」と説示した。但し、[C]「本件のように、全部取得についての決議を行う株主総会（本件定時株主総会）が開催された後に、全部取得条項を付す旨の定款変更についての決議を行う種類株主総会（本件種類株主総会）が開催される場合には、上記の全部取得についての株主総会決議が行われた時点において、全部取得の効力発生の条件とされている上記の全部取得条項を付す旨の定款変更についての種類株主総会決議」「が行われておらず、決議の内容（全部取得）が実現することが確定しているものではないから、本件定時株主総会の開催日後、かつ、本件種類株主総会の開催日前に取得した株式に係る価格決定の申立ては、価格決定申立権の濫用に当たるとはいえないというべきである」と帰結した点には注意が必要である。同事件については岩原他編『会社法判例百選 [第 3 版]』（有斐閣、平成 28 年）230 頁 [A34 事件：山下徹哉]、福島・判時 162 頁（判評 16 頁）なども参照

- (49) 同事件は当時 JASDAQ スタンダード市場上場の(株)ジュピターテレコム（現 JCOM(株)：ケーブルテレビ局などの放送事業者）の二段階買収による非公開化手続（公開買付前置型キャッシュアウト）の 2 段階目として全部取得条項付種類株式の取得を行った事案であり、申立人（外資系証券会社やヘッジファンドなど複数から成り、利害関係参加人の主張によると、所謂「イベントドリブン戦略」〈重大なコーポレートイベントに乗じた投資

戦略〉の一環として「M&A アービトラージ」〈買収者が被買収企業の株式をプレミアム付きで購入することが多いことに着目し、被買収企業の株式の買入と買収企業の株式の売付を行う戦略〉を行っていた可能性がある）の保有するジュピターテレコム株には全部取得条項付種類株式の取得を決議した株主総会での議決権行使に係る基準日後に取得されたものや同総会決議後に取得したものが含まれていたが、東京地裁は、[A] 基準日後株主については、①会社法 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し、同項 2 号にいう株主が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のもできない」のみならず、②「株式買取請求や買取価格決定の申立ては、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記申立て等の前提としなければならない関係にあるわけではない」こと、加えて、③「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」、④「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」と説示する一方、[B] 決議後株主については「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」と説示した。尚、[C] 本決定は機会主義的な投資行動に出た者による申立が（取得時期を問わない一般条項としての）権利濫用に該当するかも検討するが、これについては、「イベントドリブン戦略や M&A アービトラージ戦略の内容が一義的に明らかであるとはいえないし、株式市場においては、中長期の株式保有目的のみならず、短期的な利益取得を目的とした取引も否定されないのであるから、利

害関係参加人の主張するところの上記戦略に基づく投資行動であることにより直ちに権利濫用と評価されるものともいい難い」とした。福島・判時162頁（判評16頁）参照。

因みに本件はその後、抗告審（東京高決平成27年10月14日金融・商事判例1497号17頁〈抗告棄却〉）、許可抗告審（最（一）決平成28年7月1日最高裁判所民事判例集70巻6号145頁〈破棄自判〉）でも審理されているが、そこでは取得価格（「一般に公正な手続」を経た公開買付における公開買付価格との関係、全体市場の変動と補正の要否の問題を含む）が争点とされ、申立の可否自体は争われなかった。上記最決については神作他編『会社法判例百選〔第4版〕』（有斐閣、令和3年）176頁〔86事件：松元暢子〕なども参照

- (50) 福島・前掲（注16）162頁、寺前・前掲（注15）130頁など参照
- (51) 「申立権の濫用」という用語法については、申立の適法性を争った相手方・利害関係参加人（発行会社側）が主張したところにも起因するのだろうが、元々、例えば営業譲渡（当時）や組織再編等に際しての株式買取請求権に関する石井照久『会社法（上）（商法Ⅱ）』（勁草書房、1967年（S42））296頁において大要「株主総会決議後に買い入れられた株式については（投機目的での取得等と疑われることから）株式買取請求権の“濫用”であって買取請求権は付与しない」と述べられていた如く、従前の学説での用語法との関連性が想起される。
- (52) 尚、決議後株主につき、グッドマンジャパン事件では常に申立権の濫用となるとの書き方である一方、ジュピターテレコム事件では「申立権の濫用と評価される場合もある」と若干謙抑的な説示となっている点でも両者の相違を見出せるが、本稿ではその点には立ち入らない。かかる相違については津田・前掲（注24）177頁参照
- (53) この点、例えば津田・前掲（注24）180頁は、マツヤ事件最決は全部取得（また株式買取請求）に係る「先行裁判例及び学説と親和的であると評価できる」と評価される。また、大塚和成「判批」銀行法務21・821号67頁も本最決がグッドマンジャパン事件と「同様の結論を導く」と評価され、鳥山恭一「判批」・法セ755号111頁も「そうした下級審裁判例の動向を確認する内容を

最高裁の本決定には認めることができるようにおもわれる」とされている。

- (54) 金田・前掲（注43）75頁は、「反対株主の株式買取請求権については、株主総会決議後に取得された株式は買取請求の対象とならないと解するのが通説とされて」おり、「全部取得条項付種類株式の取得に係る取得価格の申立て」「についても、上記解釈と同様に、株主は対象会社の株主総会決議後に取得した株式について申立適格を欠くとの見解が有力に主張されている」ので、「本決定は、株式売渡請求の手続における売渡価格の決定においても、これらと同様の取扱いをすべきことを明らかにしたものであり、実務上重要な意義を有する」とされ、反対株主の買取請求、全部取得、株式売渡請求の3つの場面で整合性を見出されている。福島・前掲（注16）161頁は「他のキャッシュ・アウト手段がとられた場合との平仄が強く意識されているものと推察される。特別支配株主の株式等売渡請求の制度が創設されるまで、キャッシュ・アウト手段として用いられたのは、全部取得条項付種類株式であり、かかる場合の価格決定申立てにおける議論が、本決定における制限的解釈に連なっているものと思われる」との表現である。
- (55) 松田・前掲（注5）342頁。また松田・前掲（注13）〔ジュリ〕92頁も同旨。
- (56) 笹川敏彦「判批」法と政治（関学大）71巻3号21頁（26頁）、久保田・前掲（注6）90頁など参照
- (57) 津田・前掲（注24）188頁以下など参照
- (58) 松尾・前掲（注18）149頁、寺前・前掲（注15）125頁など参照
- (59) 加藤・前掲（注18）103頁（但し同教授は「規律付け」という言葉も用いられる）など参照
- (60) この点、神作ほか編・前掲（注49）171頁〔83事件：伊藤（吉）〕、林孝宗「判批」ひろば71巻3号63頁（67頁）、加藤・前掲（注18）103頁、久保田・前掲（注6）90頁、福島・前掲（注16）164頁、伊藤（吉）・前掲（注17）90頁、笹川・前掲（注56）27頁など参照
- (61) 全般に笹川・前掲（注56）27頁以下など参照
- (62) 松田・前掲（注5）340頁以下
- (63) 江頭ほか編著『論点体系 会社法（補巻）』（第一法規、平成27年）153頁〔前田修志〕は「172条の価格決定の申立てと同様」、売買「価格決定の

申立ては売渡株主」「ごとになされることから、裁判所の価格決定の効力は、申立株主に対してのみ及ぶものと解される」と述べられる。尤も、同所ではそれに続けて「実際に複数の株主」から申立てがなされた場合には、裁判手続が併合されることによって、統一的な価格決定になる可能性がある点についても、172条と同様である」とされる。何れにせよ、裁判所の決定した価格（それが特別支配株主の提示した取得対価よりも高いとして）で取得してもらうためには、自分自身で申立を行う必要がある。

- (64) 松田・前掲（注5）342頁、同・前掲（注13）[時の判例] 247頁
- (65) 津田・前掲（注24）186頁など
- (66) アービトラージャー等が現れるのは普通は上場株式の場合だろうが、上場会社であれば公開買付前置型の二段階買収が行われるのが通常であり、また、そういった活動ができるのは投資ファンドに代表されるような株式取引に関する専門的知見を有する者であることが想定されるので、公開買付情報の公表等の時点で動けばよい、という理屈である。笹川・前掲（56）27頁、伊藤（吉）・前掲（注17）90頁以下など参照
- (67) 坂本編著・前掲（注1）282頁は、対価の不当性が売渡株式等の取得の無効の訴えにおける無効事由に該当するか否かは解釈に委ねられるものの、全部取得の場面等、株主総会決議を経てキャッシュアウトが行われる場合に、「キャッシュ・アウトの対価が著しく不当であるときは、株主総会の取消事由（第831条第1項第3号）に該当することがあり得ることとの均衡上、少なくとも、売渡株式等の売買価格が著しく不当であることは、売渡株式等の取得の無効事由となり得るものと解され」と述べられている。
- (68) 松尾・前掲（注18）149頁など参照
- (69) 笹川・前掲（注56）28頁の表現による。少なくともアービトラージャー等が「不当な対価設定を抑止して一般の少数株主の経済的利益に資するため」といった崇高な目的で活動しているとは思えないし、上記の如く、価格決定の効果としても「申立をした株主のみの救済」しか予定されていないので、「買いかぶりすぎ」ということであろう。
- (70) 寧ろ公開買付の場合は所謂「強圧性」の防止のため、公開買付価格とその後の取得対価とは一致さ

せる運用が図られるのであり（津田・前掲（注）187頁など参照）、また、後述の裁判所の能力・役割分担の問題もあるので、価格決定申立により本来の対価よりも（少なくとも十分な利鞘を稼げるだけの）高価に買い取ってもらえると期待すること自体、あまり現実的ではない。

- (71) 一方、仮に公開買付手続が公正に行われなかったような事案では公開買付価格自体が不当であった旨争い得るが、公開買付に係る開示手続を前提とするならば、そういったイレギュラーな事実は公開買付報告書（金商法27条の13）などにより判明するのであり、売渡請求の承認に係る公告前に株式を買い付けておけば済むとも言える。公開買付との関係については伊藤（吉）・前掲（注17）91頁、津田・前掲（注）186頁など参照
- (72) これに対し、加藤・前掲（注18）103頁は「本決定では、このような規律づけに対する最高裁判所の考えが述べられるべきであったように思われる」とされる。寺前・前掲（注15）129頁も同旨
- (73) 松田・前掲（注5）341頁
- (74) 松田・前掲（注5）340頁
- (75) 上柳ほか・前掲（注40）283頁[宍戸]など参照。尚、比較的初期の学説においても、(a)「不誠実株主が不当な利益を得る」類の「悪質な投機を防止するため」「株式を取得する際に、既に営業譲渡等又は合併の計画の公表のあったことを知っていた者に対しては、買取請求権を行使することを認める法的理由は存在しない」（西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座（3）』（有斐閣、1956年）981頁（1002頁以下）：原文旧字体）とか、(b)「計画の公表後に新たに株式を取得して株主となったようなものは、むしろ営業譲渡や合併の成立を前提としての株式の取得というべく（そうでないとすると株式買取請求権の濫用の一場合となる）、したがって株式買取請求権を認むべきではないと解する」（石井・前掲（注51）269頁）等とされていた。（尚、これらの見解は総会決議ではなく公表時が基準とされていた点で現在の通説とは異なっている。）
- 因みに上記（a）の見解は、実は当時の米国判例（銀行の合併に際して合併計画が公表された後に株式を取得した株主による買取請求に係る *Central Penn. National Bank v. Porter*, (3. Cir. 1953)）を参酌して主張されたものである。同事件では、①National Bankの合併を規律する連邦

法上は「合併の計画に不同意の…株主は、だれでも (any shareholder)、その株式の価格 (Value of the Shares) をその会社から受取る権利がある…」(40 Stat. 1043 (1918) as amended) と規定され、買取請求できる株主に明文の制限はかけられていないものの、②通常の反対株主は合併に反対であるところ、③被告 (本件で買取請求した株主) は投機目的の達成のため合併を希望しているものであり、「誠実なる不同意者 (a bona fide dissenter) ではない」として買取請求権の行使を認められなかった。このように、少なくとも当時の米国でも「アービトラージャーの活躍による規律づけ」といった理念は否定されていた点、興味深い。

- (76) 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」鳥山ほか編『現代商事法の諸問題 (岸田雅雄先生古稀記念論文集)』(成文堂、2016年) 449頁 (450頁)。江頭・前掲 (注7) 844頁も参照。これに対し、総会前の反対通知を要求するのは、会社側が「どの程度の買取請求がなされる可能性があるか」を認識させ、議案の提案前に再考の機会を与えることにあるとされる。
- (77) 寺前・前掲 (注15) 129頁など参照
- (78) 旧商法上、買取請求権は元々営業譲渡と合併にしか認められなかったが、その後、譲渡制限導入のための定款変更 (1966年)、株式移転・株式交換 (1999年)、会社分割 (2000年) といった具合に順次拡大されていった。この点、拙稿・前掲 (注35) 58頁注〈3〉とそこに挙げた文献、また落合誠一編『会社法コンメンタール12-定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算 (1)』(商事法務、2009年) 99頁以下 [柳明昌] など参照
- (79) 経済団体等の間では、当初、買取請求権の印象は(「会社荒らしの武器にされる」等) 芳しくなかった点、拙稿・前掲 (注35) 59頁注〈4〉とそこに挙げた文献、また落合編・前掲 (注78) 97頁以下 [柳] など参照
- (80) 落合編・前掲 (注78) 97頁 [柳] 参照
- (81) 落合編・前掲 (注78) 114頁以下 [柳] など参照
- (82) 現実にも、全部取得に係るジュピターテレコム事件など投資ファンド等の「プロ」がアービトラージャーとして関与したと覚しきケースも登場している。但し、手続的公正性が担保されている限り裁定取引が成功する可能性は少ないとは思われる。
- (83) 例えば (a) 全部取得の場合、前述の、①平成 25

年のグッドマンジャパン事件 (1株7万円)、セレブリックス事件 (同1,310円)、エース交易事件 (同320円) の各決定は全て取得価格を TOB 価格と同じ金額に決定したが、②その後平成 27年のジュピターテレコム事件第一審東京地決 (直近の TOB 価格 12万 3,000円、決定 13万 0,206円: 同年の第二審東京高決は抗告棄却)、東宝不動産事件 (TOB 価格 735円、決定 835円) では TOB 後の市場動向に鑑みた回帰分析による補正と増加価値分配価格を考慮することにより、TOB 価格より高い金額に決定した。

しかし、③平成 28年のジュピターテレコム事件最決 (許可抗告審) では「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する」「株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により」「公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である」として、TOB 価格通りの 12万 3,000円を取得価格として決定。④更にその後のエスパンス事件では再び、TOB 価格と同じ 285円を取得価格と決定した。

一方、(b) 株式売渡請求に係るモリテックス事件の一審さいたま地決・二審東京高決 (共に平成 29年) では、共に申立自体は認めた上で、売買価格を TOB 価格及び売渡請求における対価と同じ 1株 290円と決定した。

上記ジュピターテレコム事件最決 (平成 28年 7月 1日民集 70巻 6号 1445頁) を指して、松嶋隆弘「特別支配株主による株式等売渡請求と価格決定申立て」税理 64巻 8号 110頁 (112頁) は「最高裁は、公開買付けが一般に公正と認められる手続により行われたキャッシュアウトにおける取得価格に関し、価格決定の訴えにおいても、公開買付け価格と同額である旨判示しているが」、「かかる公開買付け価額がある場合に、価格申立ての訴えを活用した裁定取引を認めないというのが、裁判

所の実質的態度といえよう」と評価されている。その他、同最決については神作ほか編・前掲（注49）182頁〔86事件：松元暢子〕、伊藤靖史「判批」判時2340号158頁など参照

尚、現在の上場会社でのM&A実務では法務アドバイザーや独立した第三者委員会等も置いて「一般に公正と認められる手続」を履践するのが通常であり、また、同最決の謂う「予期しない変動が生じた」ことによる「特段の事情」が認められる可能性も低いので、たとい価格決定申立をなしたとて通常はTOB価格と同額の価格決定しか受けられないのが通常であろう。

- (84) この点、従前は経産省『MBO指針』（「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」：2007年公表）が「黎明期にあった日本のMBO実務に多大な影響を与えた」（藤田編・本注1頁）が、2019年には同省『M&A指針』（「公正なM&Aの在り方に関する指針」）が公表され、そこでの公正性担保措置は今や上場企業のM&Aで当然履践すべき要件として、裁判上も重視されるに至っている。『M&A指針』については藤田友敬編『M&Aの新たな展開—「公正なM&Aの在り方に関する指針」の意義』（有斐閣、2020年）参照。また、近時の履践例として、完全子会社化のための株式交換時の買取請求に係る東京建物不動産事件（東京地決平成28年12月20日資料版商事法務401号36頁）とその評釈である伊藤吉洋「判批」金商1566号2頁、拙稿・前掲（注35）50頁など参照
- (85) 伊藤（吉）・前掲（注17）87頁は「あえて公告後に株式を譲り受けたとしても（すなわち公告後株主は）、申立てをすることができない、という取り扱いにしてしまうのも割り切りの一つであるように思われる」とされている。法制審議会会社法部会第7回会議議事録40頁（藤田発言）も参照
- (86) 「申立権の濫用」（権利濫用）か申立適格かとの問題については、〔A〕売渡請求に係る周知を図り難い小規模閉鎖会社などの場合には、一律に申立を否定して譲渡当事者間での契約責任の問題とするよりも「権利濫用等の理論をもって柔軟な解釈の余地を認める方が妥当」とする見解（高橋・前掲（注23）126頁）もある。
- しかし、①論者も認められる如く「株主の主観を問題にする運用は煩雑」（高橋・前掲（注23）127頁）であるのみならず、②権利濫用法理は例

外的な事情が何でも考慮され得る一般条項である以上、申立の可否という手続の「入り口」段階で権利濫用の有無という立ち入った審理が必要となるのでは、予測可能性や手続的負担の観点からの問題が大きい。また、③そもそも権利濫用法理は例外的場面で発動すべき原理だが、本最決を前提とする限り「公告後株主による申立は原則として常に権利濫用に当たる」という原則例外関係が逆転した形で運用せざるを得ない。更に、④公告後株主による申立があった場合に「特別支配株主側が同申立ての可否（権利濫用の有無）についての主張立証責任を負う結果となるのは、株式売渡請求の制度が設けられた目的（機動的なキャッシュ・アウトの実現）を阻害しかねないようにも思われる」との指摘（松田・前掲（注5）350頁注〈32〉）もある。

とするならば、本最決の基準に立つ限り、「公告後株主による申立」という形式的・定型的に判断し得る状況については一般条項で検討すべき諸要素から峻別し、申立適格の問題として処理するのが妥当と思われる。このように解しても、本最決に係る調査官解説（次注参照）の如く、「特段の事情」があれば例外的に申立適格を認める余地を残しておけば十分なのではないか。

これに対し、〔B〕前述の全部取得の場合の基準日後株主に係る一連の東京地決（申立権を肯定）中、例えば東宝不動産事件・前掲（注46）は、利害関係参加人による「本件公表後又は本件基準日後に取得された株式に係る申立ては申立適格を欠くか権利の濫用に当たり不適法である」旨の主張に対して、基準日後に「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」と説示し、申立適格とその他の権利濫用に係る要素とを峻別したが、これら一連の東京地決を参照し、「株式売渡請求の場合にも取得日の前日までの株主の申立適格を認め、通知又は公告後の取得者については権利濫用法理で解決する方向性もありうる」とする見解（山本（真）・前掲（注4）140頁）もある。要は取得時期による制限は認めない立場だが、申立適格自体は明確に認めた上で濫訴等の例外的事情につき権利濫用法理に拠り調整する手法は、後述の「第三の立場」を採るに当たっても参考になるだろう。

- (87) 尚、松田・前掲(注5) 342頁は、「本決定は、『特段の事情のない限り』という留保を付していないが」公告後株主を「保護の対象とするのを相当とする特段の事情が存すると認められる場合が仮にあるとして、その場合に、個別の事案の判断として同申立てを認める余地を否定する趣旨ではないと解される」とされている。これに対して、例えば門口正人「申立ての権限者・法律の解釈」金融法務事情2110号96頁(97頁)は、本最決は「申立適格について、法理判例として、特段の事情などによる留保が付けられていないので、通知または公告の後に譲り受けた者については、例外なく申立適格が認められないことになる。この点に関して、最高裁調査官解説において、特段の事情がある場合には申立てを認める余地があると説明されているが、判例の文理からは許されないことで、そのような場合には、留保をおくべきである。解説の域を逸脱すると批判されよう」と記され、寺前・前掲(注15) 125頁は「本決定の決定文には、こうした『特段の事情』による例外を認めることにつながる判示がみられないため、公告後取得株主による売買価格決定の申立ては、例外なく認められないと考えるべきだろう」とされる(127頁)。しかし、本最決自体の解説としてはさて置き、特に「原則として」といった留保が明示されていなくても「特段の事情」があれば例外を認めるのは法的取扱として不自然ではないようにも思える。
- (88) また上場会社の場合、適時開示もなされる。会社法上、定時株主総会については定款に定めることで公告の代替とできるが(124条3項但書)、全部取得の場合、臨時総会によることが多からう。
- (89) 加藤・前掲(注18) 103頁、弥永真生「判批」ジュリ1513号2頁(3頁)参照
- (90) 対象会社による承認の公告日につき事前の開示がなく、株主には帰責できない問題だからである。この点、調査官解説は、3日目決済の原則との関係で「振替株式の買付けは公告の前に行われたが、振替口座簿への記録のみが公告の後になったような場合については、『通知又は公告の後に譲り受けた』の認定の問題として保護の対象とすることは可能であると考えられる」とされる(松田・前掲(注5) 349頁注<29>)。仮に個別株主通知によるならば、ご主張の如く「公告日の翌々取引日に受渡を受けた(保有株式数が増加した)」ことなども比較的考慮し易いかも知れない。ただ、後述・(注100)の如く、振替株式の場合の売渡株主(取得時期等)の認定手段については現時点では必ずしも明確な指針が示されていないようである。尚、振替株式制度と振替口座簿等については江頭・前掲(注7) 172頁以下、酒巻ほか編集代表『逐条解説 会社法 第2巻 株式1』(中央経済社、2012年) 222頁以下など参照
- (91) 全部取得等の場合にあっても「株主が有する株式の総会決議にもとづく強制取得は、株主には価格決定申立権により『公正な価格』に対する権利が保障されていることを理由として正当化されていると考えられている」(笹川・前掲(注76) 458頁)のと比較するならば、株主総会さえ開催されない株式売渡請求の場合、尚更手続保障の要請は強い筈である。
- (91-2) 勿論、公告後株主については「売渡請求につき知り得た」ことから手続保障の要請も喫緊ではないのが通常であろうし、申立が頻繁に行われるとも考え難いにせよ、制度的には「万が一の安全弁が用意されている」方がベターであることに変わりはない。
- (92) 株式交換等、金銭を対価とする組織再編の場合、原則として株主総会の特別決議が必要であるものの(789条1項、309条2項12号)、キャッシュアウトを行う株主(存続会社等)が対象会社(消滅株式会社等)の総株主の議決権の90%以上を有していれば略式組織再編手続の利用により、対象会社の総会決議は不要とされる(84条1項)。法務省民事局参事官室・前掲(注3) 40頁、野村他編著・前掲(注9) 92頁。
- 本制度では、実質的には「対象会社の株主総会を経ることなくキャッシュ・アウトを行うこと」の要件として、大多数の議決権の保有を求める(坂本編著・前掲(注1) 258頁)必要があるが、そのために「特別支配株主」の該当要件を「90%」と設定したのは上記の略式組織再編(こちらでは「特別支配会社」と呼ばれる)との平仄を考慮したものと説明される。坂本・同所、法務省民事局参事官室・前掲(注3) 41頁、福島・前掲(注16) 160頁など参照
- (93) 福島・前掲(注16) 161頁。辰巳・前掲(注4) 51頁は、本最決を受け、略式組織再編における反対株主が「いつまでに株主となっている必要があるか、それとも行使の時点で株主となってい

ば足りるかは、引き続き問題となりうる」とされるが、同再編の場合の「通知・公告（785条3項・4項）は、反対株主の株式買取請求権の行使の機会を確保するものにすぎず、株式等売渡請求における対象会社の通知または公告のような効果があるわけではないし、条文上も、特別支配会社を除く『全ての株主』が反対株主とされ（法785条2項2号等）、本決定のように株式を取得した時点に応じた限定解釈が許容されるかは直ちに明らかでない」とされている。

- (94) 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号80頁、中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名法223号241頁、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7頁、笹川・前掲（注76）467頁など参照
- (95) 「申立適格か権利濫用か」という位置付けについての叙述ではあるが、津田・前掲（注24）194頁は申立の時点で画一的に判断できることが重要である点を示唆される。
- (96) 「株式等売渡請求があった場合には、売渡株主等は、取得日の二十日前の日から取得日の前日までの間に、裁判所に対し、その有する売渡株式等の売買価格の決定の申立てをすることができる」（179条の8第1項）という規定を読む限り、価格決定の申立自体は「取得日の二十日前の日から取得日の前日までの間」に限られるが、株式の取得時期による制限などは特に課されていない解するのが素直な文言解釈であろう。同旨、鳥山・前掲（注53）111頁、辰巳・前掲（注4）47頁、山本（真）・前掲（注4）139頁。また高橋・前掲（注23）122頁、寺前・前掲（注15）126頁、伊藤（吉）・前掲（注17）85頁なども参照
- (97) 松田・前掲（注13）[ジュリ]246頁は「『売渡株主』の具体的な範囲については、平成26年改正に先立ち平成22年に法制審議会に設置された会社法制部会において具体的な議論がなされた様子は特にうかがわれ」ないと指摘される。尚、辰巳・前掲（注4）48頁によると、179条の8第1項の規定上「は、売渡株主等が売買価格の決定の申立てをするためにいずれの時点で売渡株式等を有している必要があるかについてとくに限定はされておらず、その範囲は解釈にゆだねられていた。法文上は、例えば、取得日の20日前の日から取得日の前日までの間という申立期間において売渡株主等の地位にある者は当該申立てをするこ

とができるという解釈も成り立ちうるところであり、むしろ解釈により申立適格に一定の限定を加えるべきとの主張は、それほど多くは見当たらない状況にあった」という。

- (98) 条文上は取得時期による制限があるとわからないことを問題とするならば、例えば全部取得に際して種類株主総会の基準日設定を欠いた事案で大要「当該種類株主総会で議決権を行使できるのは当該種類株主総会時点での種類株主である」旨判決したアムスク事件（東京地決平成26年4月17日金判1444号44頁）なども敷衍されよう。
- (99) 対象会社による承認の通知・公告に関して「売渡株式が振替株式である場合には、株主名簿の記載が真の株主と必ずしも一致せず、株主名簿上の株主に対して通知する意義が乏しいと考えられることから、当該振替株式の株主に対する通知について公告による代替を強制することとし」たとの説明（坂本・前掲（注1）266頁）を見るにつけ、本制度の設計に当たっても「振替法に基づき管理される上場会社の振替株式であっても株主や保有株式数の認定は常に明確に行える訳ではない」ことが前提とされていた旨窺われる。（尚、かつての保振制度と異なり、振替制度では実質株主名簿に当たるものはない。江頭・前掲（注7）192頁注〈1〉）
- この点、振替制度下では振替機関（振替法2条2項）・口座管理機関（同条4項）が備える振替口座簿は多層構造になり得る他、前述のジュピターテレコム事件東京地決など過去の裁判例に照らすならば、複数の振替口座間での株式の移転と持ち戻し、保有株式の増減の繰り返しなどが見られる事案では（個別株主通知を利用しても）正確な株主や保有株式数の割り出しには手間取ることも予想される。
- (100) 尚、振替株式に係る売渡株主や保有株式数等の認定手段についても根本的に不透明な部分がある点否定できない。例えば江頭ほか編著・前掲（注63）153頁[前田]は（全部取得や反対株主の買取請求に続く価格決定申立の場合とは異なり）株式売渡請求が特別支配株主・売渡株主間の売買取引の体裁を採り「対象会社に対する株主の権利行使ではない」ことから、売買価格決定申立に際して個別株主通知（振替法154条）を受ける必要はないとされるが、かかる説明の根拠として引用される坂本・前掲（注1）260頁注〈1〉〈2〉は「特

別支配株主が議決権保有要件を満たしていること」を確認する場面では大要「対象会社が振替機関等から提供された特別支配株主の振替口座の情報（振替法 277 条）等を利用するのであって、特別支配株主が個別株主通知（154 条）する必要はない」との説明であり、売渡株主の情報の取得に係る説明ではない。

浅岡・前掲（注 11）5 頁も上記江頭ほか編著・前掲（注 63）153 頁〔前田〕と同旨だが、浅岡・同 5 頁注（1）では「但し、会社が申立人が売渡株主等であることや保有する売渡株式等の数を争う場合には、申立人においてこれらを疎明することが必要となる」ともされている。

思うに、全部取得に係るメディアエクスチェンジ事件最決・前述（注 42）は、〔a〕取得価格決定の申立は「各株主ごとの個別的な権利行使が予定されているものであって」、専ら基準日株主により一斉に権利行使されることが予定される権利とは著しく異なることから、個別株主通知なしには行使することができない「少数株主権等」（振替法 154 条）に該当するとした上で、〔b〕同通知は対抗要件であり、〔c〕審理終結までの間に通知（具備）されれば足りる旨説示した。これに照らすと、株式売渡請求に係る売買価格決定申立の場合も、各売渡株主毎に個別の権利行使をするものであり、特別株主による取得日までの間に売買が繰り返される可能性もあるので、（保護される株主であることに争いがある場合、）本来は「少数株主権等」として個別株主通知を要求して良いのではないか。

勿論、株式売渡請求の当事者は形式的には売渡株主と（対象会社ではない第三者である）特別支配株主ではあるが、次の裁判例に鑑みるならば、「価格決定申立は株式の権利行使に関する問題」と位置付けて良いように思われる。即ち、「共有者による権利行使」（106 条）に係る長野地決令和 3 年〈2021〉10 月 8 日 金 商 1633 号 30 頁は、売渡株式の共有者が発行会社（対象会社）への権利行使者の通知をしていなかったにも関わらず共有者の一人が価格決定申立した事案につき、「株式売渡請求が特別支配株主と売渡株主との間の売買取引であって、その売買価格決定の申立でも対象会社に対する株主の権利の行使でないことは指摘のとおりであるが、対象会社に対する権利行使ではなくとも『株式についての権利を行使する』

場合には該当するものである」として、本来は発行会社に対する権利行使を前提とする 106 条を適用（乃至準用）したのである（田澤元章「判批」法教 500 号 104 頁参照）。メディアエクスチェンジ事件最決については田中（秀）・前掲（注 42）の他、神作ほか編・前掲（注 49）34 頁〔15 事件：島田志帆〕が剴切である。

(101)尚、MAG ねっと HD 事件東京地決（令和 2 年 7 月 9 日資料版商事法務 437 号 157 頁、大塚和成「判批」銀行法務 21・864 号 69 頁）は、債務超過により上場廃止（平成 28 年 8 月 1 日）となった Y 社株式を巡る全部取得の事案において、全部取得を決議した株主総会（同年 9 月 30 日）の前日に同社株を市場外で買い付け、同総会決議後に名義書換を行った申立人 X につき、「総会の日までに当該株式の取得にかかる法律行為をした者は」、「その後取得価格決定の審理終結までの間に対抗要件を具備している場合には」172 条 1 項 2 号の「議決権を行使することができない株主」として申立適格を有するとした。同論点につき、上場廃止銘柄のケースでメディアエクスチェンジ事件最決・前掲（注 42）の立場に拠った判決と言えよう。

(102)名義書換未了の問題については、本件原審において、申立人（抗告人）は大要「株式等売渡請求の前に株式を譲り受けたが名義書換未了の者に申立適格を認めないのではかかる株主の株主の権利を不当に害する」旨主張したが、原審（東京高決）は「株主名簿の名義書換をしていない株主は、その地位を会社及び第三者に対抗することはできず（法 130 条 1 項）、会社からの通知を受けべき立場にない（法 126 条 1 項）ところ、特別支配株主の株式等売渡請求の制度はこれを当然の前提としている」のでかかる主張は認められない旨説示した。この原審の説示につき、辰巳・前掲（注 4）50 頁は、旧カネボウ第 2 次事件東京地決（次注参照）を踏まえても（名義書換未了の者が）「何ら不当に害されてはいない」ので「基本的に首肯すべき判示」と評されている。門口・前掲（注 87）96 頁もこの点に係る申立人側主張を「失当」とされる（97 頁）。

これに対し、本最決は名義書換云々については特に言及しておらず、調査官解説では「通知又は公告の前に対象会社の株式を譲り受けていたもの株主名簿の書換えが未了であった場合」「につ

いては何ら判断するものではない」とされる。松田・前掲(注5)343頁、同・前掲(注13)[時の判例]247頁、同・前掲(注13)[ジュリ]93頁、また久保田・前掲(注6)91頁、金田・前掲(注43)75頁も同旨。

この点、①北日本製紙事件東京地決・前掲(注41)やカネボウ第2次事件東京地決・後掲(注103)など組織再編(吸収合併)時の反対株主による買取価格決定申立につき失念株や名義書換未了株主の買取価格決定申立を認めなかった下級審裁判例がある一方、②近時はメディアエクスチェンジ事件最決・前掲(注42)やMAGねっとHD東京地決・前掲(注101)などのように全部取得のケースにつき審理終結時までに対抗要件を充たせばよいとする判例もあり、③今後、売渡請求の場合に裁判所がどう判断するのかは注目される。

(103)旧カネボウ第2次事件東京地決(平成21年10月19日金判1329号30頁)は、清算会社たる旧カネボウを吸収合併消滅会社とする吸収合併に際して旧カネボウの株主(申立人)が買取請求した事案につき、組織再編(吸収合併)を決議する株主総会の基準日以前に議決権を有する株式を取得し乍ら名義書換を怠って株主名簿上の株主でなかった者は785条2項1号口の「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」には含まれないものとして、買取請求権(従って価格決定申立権も)を認めなかった。

(104)本最決は言及していないが、公告時点で株主であった者が公告後に対象会社株式を買い増した場合、かかる買い増し分の株式につき申立を認めるべきかも議論されている。

この点、「売買価格決定申立に要する費用に見合うものとするため」の買い増しを認めないと実際の申立は困難になるとしてこれを肯定する見解(久保田・前掲(注6)91頁など)もある。しかし、本最決の基準に拠る限り、①買い増し分に係る申立を認めるのは公告後株主に申立を認めると「実質的に同様の帰結をもたらし得る」のであって「違法抑止機能を限定した本最高裁決定の意義を没却しかねない」(津田・前掲(注24)196頁)との批判もある。また、②少なくとも二段階買取の場合は公告前に(その後の申立に向け)買い増しの機会があること、③同様に二段階買取の場合、(TOBが公正に行われた限り)申立したとしてもTOB価格と同額の売買価格に決定される

蓋然性が高く、買い増ししたとて申立費用を稼ぐのは難しいこと(津田・同所)などに鑑みるならば、理念的には買い増し分に係る申立は認めるべきでないことになろう。(加藤・前掲(注18)103頁の場合、「仮に、最高裁判所が」「規律付けを重視しないのであれば」「買い増した株式について」「否定的な立場が取られるように思われる」とされている。)ただ、仮に株券番号(216条柱書)の如き個々の株式を特定できる証憑はない振替株式の場合、(たとえ個別株主通知を利用しても)「買い増し分」の認定は必ずしも単純には行えない可能性も否定できない。何れにせよ、こういった議論が必要となる点も本最決の立場のデメリットの1つと思われる。

(105)因みに本制度創設前から、反対株主の買取請求権に関しては、①反対の意思を通知した後に取得(買い増し)した株式であっても、それは決議の成立を阻止する目的と言えるので買取請求の対象になるが、②決議成立後に取得した株式については保護を与える必要はないので買取請求の対象にはならない、といった主張もなされていた。上柳ほか編集代表・前掲(注40)288頁[穴戸]、また福島・前掲(注16)161頁参照

(106)前述の如く、仮に本最決の背景に「本決定は明示していないものの、対象会社による通知・公告後の株式譲受人は、株式売渡請求の事実や当該請求の内容(対価の額など)に関する情報を知りつつ、あるいは、容易に知りうる状況で、あえて株式を譲り受けたと評価できるという考え方」(久保田・前掲(注6)89頁)があるとするならば、特に非上場会社たる対象会社から個別の通知を受けず、株式売渡請求につき知らなかった公告(この場合正確には通知)後株主の取扱を問題とする余地もあるかも知れない。この点、高橋・前掲(注23)350頁、久保田・前掲(注6)89頁参照。

しかし、①そういった非上場株式を譲り受ける場合に、発行会社に係る「情報を知らないというのは現実にはあまり考えにくい」(久保田・同所)し、②申立適格の有無につき公告後株主の善意悪意を問題とするのは予測可能性等の点で問題もある。また、③この問題を突き詰めると、上場会社で公告が行われた場合にも悪意の擬制の適否が争われかねない。

従って、本最決の立場に立つ限り売渡株主の善意悪意は問題とすべきではなく、仮に非上場株式の譲

渡人等が株式売渡請求に係る情報を隠していたような事案が生じた場合も、当該売渡株主（譲受人）と株式譲渡人（あるいは株式譲渡承認をした対象会社）との間の契約責任など民法上の問題として処理するのが原則となろう。この点、松尾・前掲（注18）149頁、津田・前掲（注24）197頁、久保田・前掲（注6）89頁など参照。但し、仮に取得時期による申立適格の制限を行わないならば、こういった売渡株主の善悪は問題としなくて済む点は言い添えておきたい。

- (107) 本件の事実認定としては、(a) 原々審が「申立人は、平成27年12月28日、当庁に対して本件申立てを行い、その後、対象会社の普通株式について、同月29日に100株を、同月30日に2900株をそれぞれ取得した」と認定した後、(b) 原審は基本的に原々審の認定を引用して「既に認定したところによれば、原告人は、本件対象会社が、参加人からの本件売渡請求を承認したことを公告した後に、本件株式を取得した者である」と言うに留め、(c) 本最決は記録に基づく「本件の経緯」として「原告人は、本件公告後に、本件対象会社の売渡株式のうち3000株（以下「本件株式」という。）を譲り受けた」と記載するのみであって、共に厳密な取得時期の認定を行っていない。

こういった事実認定を元に、本件申立人「は、裁判所に売買価格決定の申立てを提起した後に、対象会社の株式を取得した者であった」（ので保護の必要はない：高橋・前掲（注23）127頁）といった評釈も複数なされているが、一方で、当時上場されていた対象会社株式の売買（約定）自体は申立前に成立しており、普通取引に係る「4日目決済の原則」（当時）*による受渡日（決済日）が申立の翌日・翌々日だった可能性も想定できない訳ではない。無論、上の「申立日と約定日・受渡日の前後関係」は（「公告日の前後」の問題ではないので）本最決の判断には影響しないが、それにしても、どういう経緯で申立人が「価格決定申立を行ってから株式を取得した」のか不明のまま最高裁決定まで至ったところには若干疑問も感じざるを得ない。

* 現行の「3日目決済の原則」に移行したのは令和元年（2019）7月16日約定分からである。

- (108) 尚、前述の如く、全部取得に係るメディアエクスチェンジ事件最決・前掲（注42）以降の「決議日株主でありさえすれば、保護される株主であ

ることに争いがあっても審理終結までに対抗要件（名義書換、個別株主通知）を具備すれば足りる」という取扱は、逆に言うに「会社側が争わなければ（申立人主張の取得時期に拠り、）個別株主通知などを通じた客観的な認定は不要」ということでもあった。勿論、（決議後株主の問題とは異なり）対抗要件の問題である以上、かかる取扱は当然のものかも知れない。ただ、判例の立場に拠るならば、株式の取得時期に着目し、それが決議日の前か後かで保護の如何を峻別する以上、（非訟事件であるにせよ）株式の取得時期の認定はある程度厳密に行う必要があるように感じる。

- (109) 当時東証一部上場の(株)モリテックス（7714：本社埼玉県朝霞市：光ファイバ及びその応用機器の製造販売等）に対する二段階買収（その二段階目の株式売渡請求）に際しての売買価格決定申立事件であり、原審さいたま地決平成29年1月25日、原告審東京高決平成29年6月19日共に、民間DBである判例秘書及びLEX/DBに収載されている。この点、例えば福島・前掲（注16）159頁、津田・前掲（注24）180頁など参照

- (110) モリテックス事件さいたま地決は、(ア) 特別支配株主側が取得日の前日まで売渡請求を撤回できることに照らすと、「仮に申立人が売渡請求についての対象会社の承認後に株式を取得していたとしても、そのことから株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待が申立人にはないと決め付けられ」ず、「株式売渡請求に係る株式売買価格決定の申立制度により保護すべき利益がないともいえない」一方、(イ) 申立人には、価格決定申立を悪用することにより、「参加人が法的手続の負担を余儀なくされることなどを通じて株式の正当な評価とは異なる特別の利益を得ようとしたなどの申立てについての不当な目的を窺わせる事情もない」ことから、(ウ) 「本申立てを申立権の濫用として却下すべきである」という参加人の主張は採用できない」と帰結した。尚、売買価格については、TOB 価格及び特別支配株主による取得対価と同じ1株290円と決定（原告審も同）。

- (111) 同制度がないと「売渡株主側が債務名義をとって強制執行をするなどのアクションを採らざるを得なくなっただけでかえって手間がかかる、撤回できないとしても資力がなければ一部の少数株主だけが代金を得られるだけになりかねない」ので「売渡

株主等の利益に反する不合理な結果」を招来するからと謂う。岩原・前掲（注44）54頁注〈30〉、法制審議会会社法制部会第一八会議議事録（以下「議事録」）23頁以下（坂本発言）参照。撤回制度全般については、岩原・前掲（注44）45頁、坂本編著・前掲（注1）278頁、江頭他編著・前掲（注63）142頁〔前田〕など参照

(112)平成26年改正立法案に向けた法制審議会会社法制部会（平成22年〈2010〉設置。以下「部会」）では、撤回制度は予測可能性や公平性の観点から問題もあり、売渡株主の利益を害する旨指摘されていたところ、(α)「対象会社（取締役（会））による承諾が個々の株主の承諾に代わるものとして一種の合意解除類似のもの」とみなせるという「意見が通って」、且つ、(β)「特別支配株主が対価を支払えなくなったような場合や、特別支配株主の想定を超える数量の売渡株式について価格決定の申立てがされた場合等」にのみ、例外的に対象会社（取締役（会））は撤回を承諾してよい」との「理解」も併せ提示することで何とか認められた、との経緯がある。岩原・前掲（注44）45頁・53頁注〈29〉・54頁注〈30〉、議事録21頁以下（藤田友敬・田中亘・内田修平発言）参照

(113)この点、部会では「九割以上の議決権を有する特別支配株主が撤回したいといったときに、対象会社の取締役はそれを実際上拒否できるのか」（岩原・前掲（注44）54頁注〈30〉、議事録22頁以下（本渡章・三原秀哲発言）参照）という指摘もあった。

尚、「特別支配株主は、取得日に、売渡株式等の全部を取得する」という効力との関係では「特別支配株主が対価を支払わない場合に、売渡株式等の全部を取得して、その株主権を行使してよいか」、部会で問題とされたが、対価の支払いの確保は、売渡請求を行う際の特別支配株主による開示と、対象会社による承認によって確保されることとされている」との説明に見る如く（岩原・前掲（注44）45頁）、要は撤回制度の議論以外の場面では「特別支配株主が対価を支払わない場合」は想定せずに制度設計したことも窺われ、その辺りの整合性も問われて然るべきである。対価の支払の確保一般については飯田・前掲（注9）33頁も参照

(114)部会では「想定以上に多くの価格決定請求がなされたことを理由にキャッシュ・アウトをやめる

ことも経営判断としてはあり得る等の主張があった」とされるところ（岩原・前掲（注44）54頁注〈30〉、議事録23頁以下（田中発言）参照）、高橋・前掲（注23）130頁は「想定以上のコストがかかるからキャッシュ・アウトを中止したいという理由による特別支配株主からの撤回を認めるのは、むしろ特別支配株主側の経営上の判断を尊重するもので、売渡株主等にとっては利益にならない場合が少なくないということになりそうである」と指摘されている。

尚、かかる「特別支配株主の想定を超える数量の価格決定申立てがあった」場面については、本来、取得対価として「公正な価格」が提示された限り大量の申立がなされる可能性は低く、且つ、たとえ申立があるうと支払手段は確保されている筈であることに照らすと、そのような場合、特別支配株主が「公正な価格」を大幅に下回る対価しか提示しておらず、それを承認した対象会社取締役（会）に善管注意義務違反があったと疑われる。

(115)例えば岩原・前掲（注44）45頁や坂本編著・前掲（注1）278頁は「特別支配株主が対価を支払えなくなったような場合や、特別支配株主の想定を超える数量の売渡株式について価格決定の申立てがされた場合等」として、両場面以外の場面の余地を残した記述であるのに対して、江頭他編著・前掲（注63）142頁〔前田〕は「株式等売渡請求がされた後に特別支配株主の財務状態が悪化し、対価の交付が困難になったような場合」のみを掲げられる。何れにせよ、上の岩原解説・坂本編著に謂う「等」の範囲については裁判例の積み重ねを待たねばならないところであろう。

撤回の認められる場面の不明確性については弥永・前掲（注89）3頁が「売渡株主等の利益保護のための撤回以外の撤回は許されていないという解釈が確立されているのか、そのような解釈が今後の裁判例で支持されるのかは明らかではない」とし、立案者側の解説（坂本ほか・前掲（注16）13頁注〈124〉）では「撤回に合理的な理由がある場合には承認できると解しているが、合理的な理由に何が含まれるかは今後の解釈に委ねられている」と指摘される。この点、高橋・前掲（注23）129頁なども参照

(116)このことは、例えば179条の6第1項が撤回可能期間の設定につき「取得日の前日までに対象会

社の承諾を得た場合に限り…撤回することができる」と規定するのみであり、売渡株主への通知・公告には期限が定められていないことにも顕れている。蓋し、売渡株主保護を重視するならば、(対象会社が撤回を承諾したのみならず)「取得日の前日までに売渡株主に通知・公告が行われた場合に限り」といった限定を付けなければならない筈だからである。この点につき、坂本編著・前掲(注1)279頁注<3>は、売渡株主保護の「趣旨に照らせば、売渡株主等に対する撤回の承諾をした旨の通知等(第179条の6第4項等)も、取得日の前日までにされなければならないものと解され」と指摘され、また江頭他編著・前掲(注63)143頁[前田]もかかる坂本編著の指摘を引用されるが、では何故そういう形の明文規定を入れなかったのだろうか。

(116-2)この点、全部取得の基準日後株主に係る議論ではあるが、笹川・前掲(注46)469頁参照

(116-3)再編手続に公正性が担保されている限り、裁定取引としては、せいぜい「特別支配株主による取得対価より若干株価が落ちているから買い付けておく」といった「申立はしない形」の投機しか成立し得ないのが通常となろう。

(117)尚、伊藤(吉)・前掲(注17)92頁はジュピターテレコム事件最終後の実務のあり方を検討された上で、公告後株主に申立を認めたところで、「費用と時間をかけて申立てをしようとは、さらには、そもそも申立てをするために株式を譲り受けようとは考えないのではないだろうか」として規律づけ論が期待するような効能に疑問も示される。但し、同所ではそのように申立がなされる可能性が低いことから「申立権をより広く認める」「必要はそれほどない」ので本最終の基準は「(妥当であるとまでは言えないが)妥当でないとはまでは言えないのではないだろうか」とされている。

(118)尚、報道によると、伊藤忠商事が2020年に実施した子会社ファミマの二段階買収に絡んで米アクティビストのRMBキャピタルなどが価格決定を求めた事件では、東京地裁(2023年3月23日決定)は、①買収手続においてファミマは一般株主の利益を確保するために特別委員会を設置したものの、「一般株主にできる限り有利な取引条件の獲得に向けた検討・交渉を行うという手続は遂行されなかったと言わざるを得ない」と説示の上、②市場株価やプレミアムなどを総合的に考慮

して、TOB 価格(2,300円)を上回る2,600円を売買価格と決定した。

同 TOB については、特別委員会もファミマ取締役会も2019年公表の経産省『M&A 指針』を「提言としか受け止めていない」といった姿勢が指摘され(ロイター ONLINE「コラム：伊藤忠のファミマ全株取得、少数株主に不利な構図」(2020年8月18日))、ファミマが設置した特別委員会による主な価格算定結果(シナジー効果を除いても1株2,472~3,040円)を TOB 価格(取得価格も同)が下回っていたため、特別委員会は TOB には賛同しつつ株主への応募推奨はしないと声明を出していたという(四季報 ONLINE「伊藤忠のファミマ TOB、適正価格より300円安かったと地裁決定」(2023年3月31日[ブルームバーグ]))。(このケースは株式併合と端株の買取を用いた完全子会社・非公開化の事案であり、申立人は決議日株主だったと思われる。)

その他、ファミマによるプレスリリース「株式併合並びに単元株式数の定め廃止及び定款の一部変更に関する臨時株主総会開催のお知らせ」(2020年9月10日)、日経新聞朝刊23年4月4日「伊藤忠のファミマ TOB、公正価格300円高く 地裁判断」、同23年4月6日「ファミマ、TOB 価格巡り抗告」など参照

(119)勿論、論者により規律づけ論の中身にも色々な程度があり、本文のように「不公正な再編で価格決定申立がなされる可能性も含めて法制度的には中立であるべき」(法制度により申立を防遏する必要は無い)と考えること自体が規律づけ論の一種ではないか、という指摘もあり得る。ただ、私見としては、不公正な再編を防止する第一義的な任務は現在では『M&A 指針』や判例上の審査基準等のソフトローが担っているのであって、アービトラージャーの行動はあくまでもそれに「乗った」ものに過ぎない。その意味で、「手続的な公正性が十分担保されている限り濫訴の虞は極少ないが、公正性を欠く再編では裁判所による救済があり得る」という環境を維持できるならば、(規律づけを強調するまでもなく)当事者の利害や裁判所の役割分担等の観点からもバランスのとれたシステムになっていると言える。公告後株主に申立権を認めてもそういった環境が破壊される訳ではないだろうし、公告後株主の有する株式数、申立数や裁判所の決定する価格の見込みに係

る買収側の予測可能性は問題とすべきではない点については全部取得に係るセレブリックス事件東京地決・前掲（注46）なども参照されたい。

- (120) 非上場株式の場合は市場株価が存在せず、上場企業で踏まれる二段階買収やそこでの「公正な手続」を経ないのが通常であることから、裁判所が独自に「公正な価格」の認定を行う必要性が高い。非上場株式の価格決定申立とそこで用いられる株式価値評価方法については拙稿「非上場株式の価格決定を巡る判例傾向－会社非訟事件における株式評価方法について－」追手門経営論集27巻1号73頁参照
- (121) 尚、津田・前掲（注24）197頁以下は、二段階買収の場面では本最決の立場に賛成されつつ、公開買付を前置しない局面、就中、市場株価のような客観的指標を欠く非上場会社が対象会社である場合には株式価値評価を巡る特別支配株主・売渡株主間の対立が生じ易いので、「非上場会社の売渡株主には広く売買価格決定申立てを認めて株式価格の評価方法等を争わせることが、当該売渡株主の投下資本の回収に役立つといえる場合もあり得る」として、「二段階買収以外の局面で売渡請求が用いられる際には、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めるべきであるとの立論も十分な説得力を持ち得る」とされている。
- (122) 久保田・前掲（注6）91頁
- (123) 前述の如く、近時の判例であるメディアエクスチェンジ事件最決・前掲（注42）、MAG ねっとHD 事件東京地決・前掲（注101）では大要「全部取得等の場合、決議日の前後で峻別した上で、保護される株主（決議日株主）であれば審理終了までに対抗要件（名義書換または個別株主通知）を充たせば良い」とされた。仮に対抗要件の充足の部分につきかかる判例に拠り、且つ、株式売渡請求において公告後株主の申立適格を認める場合、どの株主であれ取得時期不問に、（特別支配株主が申立人の株主資格を争ったならば）「申立人は審理終了までに対抗要件を充たせば足りる」との取扱で済む筈であり、そうしたところで大きな弊害が生じる訳ではないようにも思える。