

# 『ひとりで学ぶ会社法』上級6解説

松中 学

2024年10月3日

## 問題訂正

問4の問題文中、乙<sub>2</sub>に対する新株発行の数に誤りがありました。お詫びして訂正します。

誤 ... 甲社が第三者割当てにより乙<sub>2</sub>ファンドに1株100円で1000株を発行し、  
正 ... 甲社が第三者割当てにより乙<sub>2</sub>ファンドに1株100円で1000万株を発行し、

## 1 問1—締出しの手段

問1は締出しの手段としてどのようなものがあるかを問うているが、締出しに使える手段=専ら締出しのために用意された手段とは限らない。設問の議決権の90%以上が必要なものとそうでないものという区分に従ってみたいよう。

### 1.1 議決権の90%以上が必要なもの

まず、本問で使われる特別支配株主による株式売渡請求(179条1項)が挙げられる<sup>1</sup>。これは特別支配株主(179条1項第1括弧書)に該当する株主が、残りの少数株主に株式を売り渡すように請求できるというものである。本問のような二段階買取の場合、第一段階の公開買付けの結果、90%以上の議決権を保有することになれば、特別支配株主として株式売渡請求を行う。

その他に、略式組織再編(784条1項、796条1項本文。会社分割は除く)も、少数株主に存続会社等の株式が交付されないように対価の設定を工夫することで締出しに使うことは可能である。

### 1.2 議決権の2/3で足りるもの

議決権の90%というハードルは結構高い。だからというわけでもないが、特別決議を可決するに足る議決権を取得すれば使うことができる手段もある。

<sup>1</sup> 会社法では「株式売渡請求」と「株式等売渡請求」という2つの語が出てくる。「等」のつかない株式売渡請求は、特別支配株主が会社および特別支配株主自身を除く会社の全株主に保有株式全てを売り渡すように請求すること(179条2項第1括弧書・同条1項本文)である。他方、株式等売渡請求は、会社が新株予約権または新株予約権付社債を発行している場合に、特別支配株主が、株式売渡請求に加えて新株予約権または新株予約権付社債に付された新株予約権についても同様に売渡請求をする新株予約権売渡請求(179条3項括弧書・同条2項)も含めた語である(株式売渡請求+新株予約権売渡請求。179条の3第1項括弧書)。本問では新株予約権は登場しないので、基本的には「株式売渡請求」を使う。

第1に、本問で使われる予定の株式併合（180条1項）である。例えば、本問で乙<sub>2</sub>ファンド（以下、単に「乙<sub>2</sub>」という）が公開買付けにより700万株を取得した場合、700万株を1株に併合すれば、乙<sub>2</sub>は1株の株主、残りの株主は1株未満の株主となる<sup>2</sup>。1株未満の株主となった者については、端数処理（235条）の対象となり、金銭が交付される。

第2に、全部取得条項付種類株式の取得（171条1項）である。この場合、甲社が定款変更をして種類株式発行会社になった上で、普通株式に全部取得条項（108条1項7号）を付ける。全部取得条項付種類株式の取得対価（同条2項7号イ・171条1項1号イ）は対象会社（甲社）の別の種類の株式とした上で、少数株主に割り当てられる株式が1株未満となるように対価を設定すればよい（上と同様に乙<sub>2</sub>が700万株取得した場合、350万株あるいは700万株に対して対価となる別種株式1株など）。1株未満の株主となる者は、やはり端数処理の対象となる（234条1項2号）。また、通常の組織再編（会社分割は除く）を使うことができるのは上記の略式組織再編と同様である。

## 2 問2—構造的な利益相反のあるM&Aにおける「公正な価格」

### 2.1 株式買取請求と価格決定手続

端数が生じる株式併合を行う場合、これに反対する株主は端数となる株式について株式買取請求権を有する（182条の4第1項）<sup>3</sup>。株式買取請求権は、株式併合を決議する株主総会に先立って会社に反対通知を行い、かつ、実際に株主総会で反対した上で（反対株主の定義についての182条の4第2項1号）、株式併合の効力発生日の20日前の日から効力発生日の前日までの間に株式買取請求をする旨を会社に通知して行使する（同条4項）。協議で価格が決まらないのであれば、株式買取請求をした株主または会社は、裁判所に「公正な価格」（同条1項参照）の決定を求めることができる（182条の5第2項）。

### 2.2 一般に公正とされる手続と「M&A指針」

独立当事者間の（構造的な利益相反がない）取引では、取締役会と株主総会の意思決定に瑕疵がない限り、その判断を尊重できるのは分かりやすい。それでは、本問のように利益相反のあるM&Aではどうだろうか。問2のヒントで挙げた最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁は、構造的な利益相反がある場合でも、一般に公正とされる手続がとられ、公開買付価格と同一の価格で締出しが行われる場合、取引の基礎となった事情に予期しない変動があったと認めるに足る特段の事情がない限り、公開買付価格を「公正な価格」とする。

問題は「一般に公正とされる手続」の内容である。『ぼっち会社法』（『ひとりで学ぶ会社法』）出版後の2019年に公表されたいわゆる「M&A指針」<sup>4</sup>は、ヒントで掲げたMBO指針を承継しつつリファインするもので

<sup>2</sup> 350万株を1株にする株式併合でも構わない。第一段階終了後の買取者の持株数 $\geq$ 併合により1株となる株式数（本文の例では700万株） $>$ 発行済株式総数-第一段階終了後の買取者の持株数を満たす株式数であれば足りるが、買取者にも端数が生じると面倒である。

<sup>3</sup> 株式等売渡請求が使われる場合、特別支配株主に株式を売り渡すこと自体は決まっているという形式的な理由から少数株主に株式買取請求権はない。しかし、株式等売渡請求の対価が不公正なものであることに備えて、売渡株主等は裁判所に対して価格決定手続を申立てる権利がある（179条の8第1項）。「売渡株主」は、「株式売渡請求によりその有する対象会社の株式を売り渡す株主」である（179条の2第1項2号第1括弧書）。また、「売渡株主等」は、「売渡株主」と新株予約権売渡請求の対象となる新株予約権者の総称である（179条の4第1項1号括弧書。新株予約権の扱いについては、前掲注（1）も参照）。

<sup>4</sup> 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（2019年6月28日）〔関連する資料も含めて、[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule.html](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/fair-ma-rule.html) から入手でき

ある<sup>5</sup>。「M&A 指針」では、(1) 取引条件の形成過程における独立当事者間の取引と同視しうる状況の確保と、(2) 一般株主による十分な情報にもとづく適切な判断機会の確保の 2つの視点が挙げられている<sup>6</sup>。本問では特に (1) が関係する。これは、構造的な利益相反のある M&A においては、そのままでは独立した当事者の交渉結果として尊重することはできないが、様々な措置をとることで構造的な利益相反がないものと同様に尊重できるものにしていくという発想である。そのためにとられる措置が、実質的にみて公正さを図るのに十分かという観点から評価することになる。

公正性担保措置として掲げられている措置と 2つの視点の関係は単純とは限らない。強圧性の排除は、(2) 株主による適切な判断機会の確保に必要である一方、マーケット・チェックは、対価が低すぎるのであれば潜在的な他の買取者が現れる可能性を担保することで、(1) 独立当事者間取引に近づけるものといえる点で分かりやすい。これに対して、マジョリティ・オブ・マイノリティ (MOM) は、少数株主の過半数が何らかの形で賛成する必要があるものと設計することで、多数派株主だけでは決められないようにして (1) 独立当事者間取引に近づける側面がある一方、多数派株主の圧力という歪みを排除した意思決定の機会を確保する点では (2) にも資する<sup>7</sup>。また、特別委員会の利用は主に独立当事者間取引に近づけるためのものであるが、その過程の開示を通じて (2) 株主自身の意思決定を助ける側面もある。

さて、それでは本件で「一般に公正とされる手続」がとられているかについて、公正性担保措置の評価という視点からみていこう。まず、「M&A 指針」では 6つの措置 (独立した特別委員会、外部専門家の独立した助言、マーケット・チェック、MOM、情報提供等、強圧性の排除) が挙げられているが、常に全てとらなければならないわけではない。例えば、MOM が欠けていれば常に不公正というわけではない。他方、最決平成 28 年 7 月 1 日では強圧性の排除は当然に必要な前提とされているとも読める。同決定は、利益相反を排除するための措置と区別して、公開買付価格と同一の価格による締出しを挙げているためである。そのため、全てをとらなくてよいといっても、強圧性を生じさせる対価や条件の設定がなされていれば公正と評価するのは困難だろう。

次に、「M&A 指針」も「独立した」などの修飾を付しているように、形式的に特別 (独立) 委員会と名の付くものを置いたり、外部専門家に「この価格にしてくれ」と圧力をかけつつ取引価格を指示して算定結果を得たとしても、公正さには寄与しない。あくまで、その事案における事情を踏まえて実質的・個別的に判断する必要がある。

## 2.3 本問への当てはめ

本問ではどうだろうか。

事実 (6) (7) からは、強圧性を排除する仕組みはとられている。公開買付けとその後の締出しで価格は同じであることが最初から明示されている。また、MOM が採用され (事実 (6) の公開買付けの下限の設定)、買取者側ではない株主の過半数が賛成しないと公開買付けが成立しないこととなっている。これにより、「どのみち成立するのだから納得しないけれど応募せざるを得ない」という状況は排除できる。他に強圧性の存在を示す事実 (例えば、公開買付けに応じなかった株主の不利益扱いを示唆する情報開示) はない。

---

る)。裁判例も含め、「M&A 指針」後の状況については、白井正和「構造的な利益相反のある M&A 取引の規律」商事法務 2367 号 (2024) 27 頁参照。

<sup>5</sup> 「M&A 指針」・前掲注 (4) 2-3 頁参照。MBO だけでなく支配株主による締出しも明示的に扱っていることに加え、公正性担保措置の内容やその実質化に向けて様々な提言がなされている

<sup>6</sup> 「M&A 指針」・前掲注 (4) 15 頁。

<sup>7</sup> MOM については、「M&A 指針」・前掲注 (4) 40-41 頁参照。

次に、独立当事者間取引に近づけるための措置はどうか。すぐ上で述べたとおり、MOMが採用されていることに加え、独立委員会が設置され、買収条件の交渉に当たっている（事実（8）（9））。実際に価格の引上げに成功している（現実にはこれをどこまで重視すべきかは事案にもよる。交渉の成果があったように見せるために、最初はあえて低い価格をオファーしていたのであれば、さほど意味はない。本問ではそうした事実は示されていない）。

それだけでなく、この独立委員会には十分な権限が与えられているといえる。甲社の独立委員会は独立した（買収者側とは別の）専門家を任用する権限を有しており<sup>8</sup>、実際にファイナンシャル・アドバイザーとリーガル・アドバイザー（法律事務所）からアドバイスを受けている。さらに、買収者との交渉権限に加えて、価格について合意できない場合に、甲社の取締役会に対して応募不推奨の意見表明をするように勧告する権限も有していた<sup>9</sup>。これにより、独立委員会が十分な価格ではないと判断した場合、甲社取締役会は、独立委員会の勧告どおりに不推奨とするか、勧告を無視して推奨意見を出すという選択に直面する（後者を選んだ場合、独立委員会の勧告と異なる旨を開示すれば株主の判断に影響する。他方、開示しなければそれ自体が不公正になりうる）。

以上から、本問の買収は、一般に公正とされる手続によるものといえ、公開買付価格と同一の価格で締出しが行われている。そして、取引の基礎となった事情に変動はない。したがって、450円という公開買付価格・締出しの価格は公正であり、Hが価格決定申立てを行ってもこれより高い価格となることはない。

### 3 問3—差止め

#### 3.1 第二段階の手段差止事由

本問では公開買付けによって乙<sub>2</sub>ファンドが取得できた議決権割合によって、二段階目の手法が異なるものとなっている。いずれの手法でも、効力が生じる前の差止めが用意されているが、差止事由は異なる。

■株式売渡請求の場合 特別支配株主による株式売渡請求では、（ア）株式売渡請求が法令に違反する場合（179条の7第1項1号）、（イ）対象会社の売渡株主に対する通知（179条の4第1項1号）または事前開示（179条の5）がそれぞれの規定に違反する場合（179条の7第1項2号）、（ウ）対価が著しく不当である場合（同項3号）のいずれかの差止事由があり、株主が不利益を被るおそれがある場合に差止めができる（同項1項柱書）<sup>10</sup>。（イ）は他のM&Aの手法と比べて特異にみえるかもしれないが、実質的には（ア）法令違反の補完である。株式売渡請求を行うのは特別支配株主であって対象会社ではないが、株式売渡請求には対象会社の承認が必要であり（179条の3第1項）、承認した対象会社は（イ）に掲げられた2つの手続を行う。

■株式併合の場合 他方、株式併合の場合は、株式併合に法令または定款違反があり、かつ、株主が不利益を受けるおそれがある場合にのみ差止めが可能になる（182条の3）。すなわち、株式売渡請求の場合の（ウ）に相当する差止事由はない。

それでは、価格に不満がある場合に差止めを求める手段は全くないのか（この点は森コメントIII以下も参照）。対価が不当な場合について差止事由が定められていないのは、株式等売渡請求と異なり、株主総会決議が必要となるためである。そこで、不当な対価を理由とする差止めについても、株主総会決議の瑕疵（特に特

<sup>8</sup> 専門家の任用については、「M&A指針」・前掲注（4）26頁参照。

<sup>9</sup> 交渉への関与については、「M&A指針」・前掲注（4）25-26頁参照。

<sup>10</sup> 新株予約権者による差止めは、179条の7第2項に定められている。

別利害関係人による著しく不当な決議を取消事由とする 831 条 1 項 3 号) を手がかりにして認めようとする議論がある<sup>11</sup>。

株式併合のための株主総会決議成立後であれば、決議取消訴訟 (831 条 1 項 3 号。事案によっては同項 1 号) と、これが認容されることで提起できるようになる法令違反 (決議取消しとなされれば適法な株主総会決議がないという法令違反が生じる) による差止め (182 条の 3) の両方を本案として、決議取消判決の確定前に民事保全法 23 条 2 項による差止仮処分を求めるものが考えられる。株主総会決議前の時点では、3 分の 2 以上の議決権を有する支配株主が提案している場合には、831 条 1 項 3 号違反の議案を審議する総会の招集が法令違反に当たるとして、取締役に対する差止請求 (360 条) を本案として株主総会開催禁止または決議禁止の仮処分を求めることも考えられる<sup>12</sup>

### 3.2 本問の場合

本問の事実関係をみると、特別支配株主による株式売渡請求であっても株式併合であっても、特別支配株主になる (かもしれない) 乙<sub>2</sub> ファンドにも甲社にも、二段階目の取引に関する法令あるいは定款違反を示す事実はない。

株主 H は価格に不満があったので、株式等売渡請求が使われる場合は上記 (ウ) のとおり 179 条の 7 第 1 項 3 号にもとづいて差止めを求めることが考えられる。株式併合については、株主総会決議前・決議後の時点で対価が不当な場合に差止めを認める上記の解釈をとるかどうかを論じる必要がある。

もともと、対価が不当な場合に差止め (や同等の仮処分) を申し立てることが可能だとしても、問 2 の解説のとおり、対価が不公正であるというのは困難である。179 条の 7 第 1 項 3 号は「著しく不当」という文言を用いているが、少なくとも価格決定手続で公正とされる価格であればここに当てはまることはない。したがって、差止請求 (仮処分申立て) をしても認容されない。

## 4 問 4—トップ・アップ・オプション

問 4 のような新株発行はみたことがないかもしれない<sup>13</sup>。ヒントで書いたとおり、トップ・アップ・オプションと呼ばれる M&A の手法である。210 条にもとづく差止めとの関係では、不公正発行 (同条 2 号) と株主総会決議 (199 条 3 項・201 条 1 項) のない有利発行であるという法令違反 (210 条 1 号) が問題になる。

### 4.1 トップ・アップ・オプションと不公正発行

まず、不公正発行からみてみよう。主に支配権争奪の場面で、裁判例は「不当な目的を達成する手段」として新株発行が利用される場合に不公正発行に当たるとしてきた<sup>14</sup>。取締役の支配権維持は、取締役が株主総会に選ばれる立場であることに反する点で会社法上不当であると評価できる。支配権維持ではなくとも、少数株主の権利を奪うといった目的もやはり不当と評価できる。

本問の新株発行の場合、支配権維持は問題となっていないが、会社法上不当と評価すべき目的があるか。

<sup>11</sup> 以下の手法・議論については、岩原紳作編『会社法コンメンタール補巻—平成 26 年改正』(商事法務、2019) 152 頁〔山下友信〕、236-237 頁〔飯田秀総〕が分かりやすい。

<sup>12</sup> 岩原編・前掲注 (11) 152 頁〔山下〕。

<sup>13</sup> まずは問題状況をきちんと整理できれば、一定の評価が与えられよう。さらに、不公正発行・有利発行について素直に考えただけでは足りないことが示せれば、相応に高い評価となる。難問のプロの手による榊コメント 2 (問 4) と 3.2 参照。

<sup>14</sup> 例えば、東京高決平成 16 年 8 月 4 日金判 1201 号 4 頁。

■第二段階の取引のための株主総会決議を不要とすることについて 本間で問題となる新株発行の目的のうち一つは、乙<sub>2</sub>の議決権割合を80%から90%とし、それによって特別支配株主による株式売渡請求を可能にすることにある。これは、議決権割合が80%のままであれば株式併合のために必要となる株主総会決議を経ることなく、第二段階の取引を行えるようにする効果を伴う。そのため、株主総会決議が必要な行為と同等の行為を決議を回避して行えるようにする点で不当なようにも思える。一般的には、新株発行がなければ可決されないはずの株主総会決議を可決できるようにする（例えば、支配株主の反対により再任されない取締役を再任する決議を可決できるようにする）ための新株発行であれば、不当と評価できるだろう。

しかし、本間では乙<sub>2</sub>は既に80%の議決権を有している。そのため、第二段階の手段として株式併合を用いるのであれば、株主総会決議は確実に可決される。特別支配株主による株式売渡請求の要件こそ満たしていないが、問題の新株発行がなければ実現できなかった状態を実現する（あるいはその可能性を高める）という状況にはない。したがって、可決できない株主総会決議を可決させるのと同様の意味で不当な目的が存在するわけではない。

より一般的に3分の2以上の議決権を買取者が保有しており、第二段階の取引のためにトップ・アップ・オプションを用いる場合、こうした問題は生じない。また、3分の2を保有していない場合でも、発行可能株式総数は発行済株式総数の4倍以内という公開会社における授權枠の制限（37条3項本文・113条3項1号）の存在から、授權枠を拡大する定款変更なくトップ・アップ・オプションによって議決権の90%を買付者が得ようとするとき少なくとも60%を保有している必要がある<sup>15</sup>。可決されない特別決議を可決させるために使うのは不当と評価されるものの、実際にそれを行うのはなかなか難しいわけである。本間では、乙<sub>2</sub>に議決権を10%取得させるためには、発行済株式総数と同じ1000万株を発行しなければならない（冒頭の問題訂正参照）ことから実感できるだろう。

■第一段階の公開買付価格への影響 より難しい問題は、トップ・アップ・オプションが存在することで第一段階目の公開買付価格（ひいてはそれと同額の第二段階の締出しの対価）を低くすることができ、そのために新株発行を行っているのではないかという点である。もし、こうした目的のために新株発行を行うのであれば、少数株主の利益を害する目的であり、会社法上不当と評価することも考えられる。

理論的には、トップ・アップ・オプションを用いることでより低い価格でも公開買付けを成立させる効果は存在する<sup>16</sup>。例えば、80%の株主は1株450円でも満足して公開買付けに応じるとしても、10%の株主は1株600円でないと満足せず、残り10%はいくらでも売らないとしよう。トップ・アップ・オプションを使わずに90%の株式を取得しようとするとき、乙<sub>2</sub>は1株600円で公開買付けを行うことになる。公開買付価格は均一でなければならず（金商法27条の2第3項）、600円でなければ売却しない10%の株主の応募を得るためには、450円でも満足する80%の株主も含む全株主に600円を提示しなければならない。これに対して、本間のようなトップ・アップ・オプションを用いるのであれば、1株450円で公開買付けを行って80%を獲得し、その後新株発行を行って90%を取得することができる。

80%の株主の評価よりずいぶん高い価格を全ての株主に保障する必要があるのかという疑問も生じるかもしれない。しかし、例えば1株450円で満足する株主が60%しかいない場合に、残りの40%の株主にこの対

<sup>15</sup> このあたりの詳細は、松中「公開買付前後の第三者割当てをめぐる法的問題の検討」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け—制度と実証』（有斐閣、2016）113頁、141-143頁参照。

<sup>16</sup> 詳細は、松中・前掲注（15）144-146頁参照。以下の議論ではごく簡略化した数値例を使うが、一般化すると株式の供給曲線が右肩上がりであることが背景となっている。要するに、多くの株式を取得しようとすればするほど、高い価格を提示しなければならないという自然な想定である。本文でも述べるとおり、公開買付価格には均一性が求められるため、安くても売る株主からは安く、高くても売らない株主からは高く取得することは制限されている。

価を押しつけてよいのかという問題も生じる。このように考えると、公開買付価格が下がる効果が生じることが常に不当というわけではない一方、あからさまに公開買付価格を引き下げのために使う場合にも不当ではないと評価することはできない。

そこで、公開買付けを含む買収スキーム全体でどの程度対価の公正さを確保する仕組みがとられていたのかをみる必要がある。新株の不正発行の問題ではあるが、新株発行そのものだけを見て不当かどうかを判断するわけにもいかないのである<sup>17</sup>。特に重要になるのが、90%や3分の2という一定の議決権数を第一段階で取得できなかった場合に常にトップ・アップ・オプションを用いるのではなく、公開買付けによって一定割合以上の株式（議決権）を取得できた場合のみトップ・アップ・オプションを用いるという下限が付されているかどうかである<sup>18</sup>。

下限の意味を考えてみよう。上記の数値例でいえば、1株450円で満足する80%の株主の中にはもっと低い価格で満足する者も含まれるだろう。例えば、60%の株主はMBO公表直前の1株400円で満足するが、20%の株主は450円以上でなければ満足しないといった状態を考えよう。この場合、もしトップ・アップ・オプションの利用に下限が付されていなければ1株400円（安全をみて410円や420円）で公開買付けを行い、残りはトップ・アップ・オプションを使うことも考えられる。これに対して、80%の株主が公開買付けに応募することという（かなり高い）下限を付した場合には450円以上でなければ成立しない（この数値例では、3分の2という下限でも同じことになるが、偶然に過ぎない）。一般的に、高い下限を設定すればするほど、公開買付価格への影響は小さくなる。

また、それ以外にも公開買付価格を含む対価の公正さを確保するための措置が十分にとられているかどうかをみることになる。こうしてみると、トップ・アップ・オプションを用いるための下限が理論的に重要な意味を持つ点特徴的ではあるが、他の点では問2とかなり近い話である（公開買付価格への影響を考えるのであるから当然であるが）。

以上の観点から本問の新株発行（と取引全体）をみてみよう。まず、トップ・アップ・オプションに向けた下限は設定されていない（問4の変更後の事実（7））。ただし、公開買付けそのものが62.5%の株主の応募がないと成立せず（事実（6））、公開買付けが成立しなければトップ・アップ・オプションを使うこともない。そのため、3分の2ほど高いものではないが、下限はある。次に、問2の解説でみたとおり、独立委員会を中心に他の点でも対価の公正さを確保するための措置はとられていた。したがって、公開買付価格への影響の点でも不当な目的があったとはいえないと評価することができる（もちろん、より高い下限の設定を重視して異なる結論を導いても構わない）。

## 4.2 トップ・アップ・オプションと有利発行

■トップ・アップ・オプションの場合の有利発行の考え方 次に、1株100円という発行価格はどうか。買収対価が450円、MBO公表前の時価が400円であり、どうみても安い。安すぎる。市場価格がある株式についてはそれを基準にするという判例<sup>19</sup>に照らしても、明らかに株主総会決議を経していない有利発行（199条3項、201条1項参照）として差し止められる（210条1号）とも思える。

<sup>17</sup> 松中・前掲注（15）147-148頁。

<sup>18</sup> ここで検討した問題への対処というよりも、上でみたトップ・アップ・オプションを使わなければ総会決議が否決される可能性がある場面での利用を排除することが目的ではあるが、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性（下）」金判1482号（2016）2頁、9頁は、トップ・アップ・オプションを公正なものとするための条件の1つとして公開買付け後に買付者が3分の2の議決権を有していることを挙げている。

<sup>19</sup> 最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁。

しかし、そう単純な話でもない。通常、低い価格で新株発行がなされると既存株主の持株の価値は稀薄化し、株式価値の低下という損害を被る。しかし、トップ・アップ・オプションの場合、新株発行がなされても、対象会社の株主は公開買付価格と同額で締め出されるだけであって、保有する株式の価値に影響が生じるわけではない。より正確にいうと、公開買付後に迅速に第二段階の締出しが行われ、かつ、価格決定手続における「公正な価格」の決定に際してトップ・アップ・オプションのための新株発行による稀薄化を考慮しないのであれば、対象会社の少数株主の置かれる立場に影響はない。それでは低い価格による発行の影響はどこに生じるかという点、100%株主となる買取者が稀薄化された株式をよりたくさん持つだけである。同じ会社の株式を全て保有しているのであれば、1株100円の株式を1万株を保有しても、1株50円の株式を2万株保有しても変わりはない。

したがって、これら2つの条件が保たれているのであれば<sup>20</sup>、株主総会決議のない有利発行として差し止める意味はない。議決権の3分の2を取得している場合は株主総会決議を経る意義も大きくないが、それ以上に買取者にコストをかけさせても仕方がない<sup>21</sup>。少数株主の株式が稀薄化されないためそもそも有利発行ではないと考えてもよいが、有利発行には該当するが「株主が不利益を受けるおそれ」(210条柱書)がないということもできる。

■本問への当てはめ 本問では一般的な二段階買取の手法がとられており、特に新株発行後に締出しまで長期間がかかるわけではない(この部分は明示されていないので、長期間にわたって少数株主としての立場に置かれるのでなければという条件を付す解答はより正確なものといえる)。また、公開買付けと第二段階の締出しの対価は同額である。そして、価格決定手続において新株発行による稀薄化を考慮しないかどうかは究極的には裁判所の判断によるが、乙社(買取者側)が特段の事情なく買取の対価である450円を下回る額を「公正な価格」と主張しても受け入れられないとはいえるだろう。したがって、株主総会決議のない有利発行であるとして差し止めを認めるべきではない。

<sup>20</sup> 第二段階の取引までの時間に注目する点はひっかかるかもしれない。一般的な二段階買取のスキームと異なり、公開買付けとそれに続くトップ・アップ・オプションとしての新株発行の後に第二段階の取引まで長い時間がかかると、少数株主は株式を譲渡したくても締出しの対価を(締出しまでの期間に応じて)割り引いた価格でしか譲渡できなくなるため、株主の利益に影響する。

<sup>21</sup> 払込みによって生じるコストなどの削減のための工夫については、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性(上)」金判1481号(2016)2頁、8頁、石綿ほか・前掲注(18)7-8頁(新株予約権を用いる場合)参照