

金融商品取引法研究会  
研究記録第 35 号

# 公開買付規制を巡る 近時の諸問題

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

## まえがき

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成23年11月30日開催の研究会における太田洋委員（西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士）による「公開買付規制を巡る近時の諸問題」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

太田先生からは、「EU型の義務的公開買付制度をわが国でも導入すべきか」という観点から、強圧性の問題を解決するために義務的公開買付制度が必要か、従属会社の少数株主保護のために義務的公開買付制度が必要か、などの問題についてご報告をいただいた。また「PTS取引に対する強制公開買付規制の適用の是非」や「買付条件の均一性を巡る問題」、「自社株対価TOBに係る諸問題」について大変興味深いご指摘をいただいた。このご報告を巡り、いつものように委員やオブザーバーの先生方から活発なご議論があり、大変有意義な研究記録となっている。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力いただいた太田委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成24年2月

公益財団法人 日本証券経済研究所  
理事長 東 英 治



# 公開買付規制を巡る近時の諸問題

(平成 23 年 11 月 30 日開催)

報告者 太 田 洋

(西村あさひ法律事務所弁護士・NY 州弁護士)

## 目 次

I. EU 型の義務的公開買付制度をわが国でも導入すべきか	1
1. 問題の所在	
2. 強圧性の問題を解決するために義務的公開買付制度が必要か	
3. 従属会社の少数株主保護のために義務的公開買付制度が必要か	
4. 少数株主へのセルアウト権付与について	
5. 市場取引のみによる支配権取得及び第三者割当増資による 支配権取得と強制公開買付規制	
II. PTS 取引に対する強制公開買付規制の適用の是非	13
(市場内取引に強制公開買付規制を適用しないことの是非)	
1. 問題の所在	
2. 分析と検討	
III. 買付条件の均一性を巡る問題	18
1. 現行の公開買付規制の概要	
2. 買付条件についての均一性規制の射程 (異なる種類の株券等の間でも適用されるか)	
3. 対価の「種類」を買付け等の対象である有価証券の種類ごとに 異なるものとする可否	
4. 応募契約における表明保証及び補償規定と均一性規制	
5. TOB 成立後の取締役としての報酬約束と均一性規制	
6. 並行的公開買付けと均一性規制	
IV. 自社株対価 TOB に係る諸問題	32
1. 問題の所在	
討 議	33
報告者レジュメ	50
資 料	77

金融商品取引法研究会出席者(平成23年11月30日)

報告者	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	永井智亮	野村証券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	萩野明彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	松本譲治	SMB C日興証券法務部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東英治	日本証券経済研究所理事長
〃	若林良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小林和子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所研究員
〃	安田賢治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

# 公開買付規制を巡る近時の諸問題

**神田会長** それでは、予定の時間になりましたので、始めさせていただきます。金融商品取引法研究会の第5回目の会合ということになります。

前田先生と交代で進行をやらせていただいておりますので、本日は私、神田が進行を務めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は太田先生から、「公開買付規制を巡る近時の諸問題」ということでご報告をいただくことになっております。早速ですが、よろしくお願ひいたします。

**太田報告者** 太田でございます。本日はよろしくお願ひ申し上げます。

本日、少々大風呂敷を広げ過ぎた感がございます。レジュメが大変長くなってしまいました。おそらく全部をお話しすることは到底不可能だと思っておりますので、ポイントを絞ってお話しさせていただければと思っております。特に義務的公開買付制度の話は、考えれば考えるほど迷宮に入っていくような心持がしておりますので、ぜひ先生方のご意見等を賜ればと考えております。

本日の構成としては、最初に、EU型の義務的公開買付制度を立法論としてわが国でも導入すべきかという問題を取り上げます。次に、最近の問題として、PTS取引に対する強制公開買付規定の適用の可否、及び実務上色々な問題があり得る買付条件の均一性を巡る問題を取り上げます。最後に、自社株対価TOBに係る問題を取り上げます。自社株対価TOBについては何か問題があり得るかと思っております。余り問題がありませんでしたので、やや尻切れトンボ的になっております。

## I. EU型の義務的公開買付制度をわが国でも導入すべきか

### 1. 問題の所在

それでは早速、中身に入って参りたいと思います。まず最初は、EU型の

義務的公開買付制度を我が国でも導入すべきかという点でございます。この問題については色々なアプローチの仕方があると思っております。例えば、藤田先生がUTソフトローレビューに書かれたように、現状の制度を前提にといいますか、現状の制度の分析からどのような方向の未来を考えるかという問題の立て方もあるかと思ひますし、ほかにも色々な問題の立て方があると思うのですが、ここでは、義務的公開買付制度を導入すべきかという点に絞って検討してみたいと思っております。

この問題に関する基本的な分析の枠組みは一結論については私は少し異なる立場なの異なるのですが一神戸大の飯田秀聡先生が「旬刊商事法務」や法学協会雑誌に書かれた公開買付規制についての判断枠組みに依拠しております。

EU型の義務的公開買付制度については、資料1で金融庁の当時の三井課長が「旬刊商事法務」に概観を書かれていらっしゃいますが、まずは、このコンセプトを、立法論として我が国でも導入すべきかという点について考えてみたいと思ひます。

退出権制度のコンセプトは、基本的には、支配権が移動した、ないし移動する場合に、買収者に全株主に対する公開買付けを義務づけて、少数株主が会社から退出する機会を与えるということです。そして、EU型では、支配権異動の原因は、株式の相対売買であるか市場売買であるか第三者割当増資等であるかを問わないこととされているわけです。

退出権制度導入論の理論的根拠として言及されるファクターとしては、主として、レジユメの1頁に記載しております、①及び②があると思ひます。このうち、①は、TOBの強圧性が引き起こす諸問題への解決策になるという考え方でありまして、②は、別の観点からの議論なのですが、支配・従属関係が成立した後に従属会社の少数株主を事後的に救済することは困難であることから、その支配・従属関係の形成段階で少数株主の保護を実現すべきであるという考え方です。

この他、③として、若干付加的なものですが、①の強圧性の問題とコイン

の表裏を成す議論として、退出権制度を導入すれば買収防衛策は不要ということになって、買収防衛策に絡む問題を考えなくて済むようになることが指摘されることもございます。

レジュメ2頁目に参ります。以下では、退出権制度の導入は現在の我が国の規制が抱える問題点の解決策として適切なのかどうかという点と、欧州では義務的公開買付制度と並存する形で少数株主へのセルアウト権の付与、それから支配株主へのバイアウト権の付与があるわけですけれども、それとの関係をどのように考えたらよいのかといった点を基本的な視点として、検討を進めて参りたいと思います。

## 2. 強圧性の問題を解決するために義務的公開買付制度が必要か

まず、強圧性の問題です。ここはある意味でおさらいになりますが、TOBに関しては、一般に、価値減少型のTOBと価値上昇型のTOBというのがあると指摘されています。なぜ強圧性の問題が生ずるかといいますと、レジュメの2頁目で図に記載しておりますとおり、株主から見て、他の株主がどのように対象会社の株価を評価しているかがわからないがために、価値上昇型のTOBでも価値減少型のTOBでも、いずれにしろその（ゲーム理論的な）解が「応募」という行動になってしまうからだと考えられます。この問題は、部分買付けの場合だけでなく、全部買付けを行うような公開買付けにおいても存在するといわれています。

ただ、価値上昇型のTOBが成立することは特に問題ではありませんので、強圧性が問題になるのは、専ら価値減少型のTOBが成立してしまう点にあるといわれます。そこで、特に飯田先生のご論考等においては、価値減少型のTOBの成立を防止し、価値上昇型のTOBについてはこれを阻害しないルール形成を目指すのが、立法政策論として妥当ではないかとされています。

このような考え方に対しては、効率的資本市場仮説を前提として、価値減少型のTOBが成立することはないのではないかという疑問が提示されてい

ますが、少なくとも短期的には、市場価格が正しいという保証は全くありませんので、その意味では、実際には価値減少型のTOBも成立することはあり得るということを前提に、検討を進めて参りたいと思います。

この問題についての解決策としては、よくいわれておりますとおり、公開買付けの成立の是非に関する賛否と、公開買付けが成立した場合に応募するか否かの意思表示とを分離するという提案がなされております。ここでは、詳しい内容の紹介は避けましても、Bebchukの論考を初めとして、我が国でも、田中亘先生が、追加応募機会を付与するという方法でこの問題の解決ができるのではないかとということをご提案されております。

ただ、レジュメの3頁目に書いております①及び②の制度は、ともに、立法論的にはややイギリスの制度に似ている部分もあるとはいわれていますが、これらをそのままの形で立法的な規律として採用した国はないといわれています。また、③の追加応募機会を付与する方法についても、実際上も採用することは可能だとは思いますが、イギリスやドイツの制度と全く同じではない点に留意が必要です。

このほかの考え方として、レジュメの4頁目に④として記載しておりますが、少数株主に対してセルアウト権を付与するという考え方があります。これは中東先生がご指摘されているところです。この考え方に対しては、飯田先生は、公開買付けに応募しないインセンティブを与えることになるばかりか、部分買付けを禁止する必要がないのにこれを禁止することになるので、過剰規制の問題があると指摘されています。この点については、強圧性の問題を一気に解決する策としては、そのような指摘は当たっているかも知れないと思うのですが、後で申し上げますとおり、強圧性の問題について、現時点では①ないし②のような考え方を採用するまでの必要性は特になくということであれば、セルアウト権の付与という方策を、ある種の部分的な手直しの制度として導入することは考えられるかも知れないと思っております。

以上で申し上げました①から③までのオルタナティブを立法論として導入することをどのように考えるべきかという点ですが、そういった方策もあり

得るのかなという気もする反面、現状において、果たしてここまでの措置が必要なほど、強圧性の問題が、特に価値減少型のTOBに関して問題になっているかという点、必ずしもそうではないのではないかと考えております。

実務家の立場からすると、現状においてある程度機能している制度を大きく変えることによって色々な混乱や副作用が出てくることを恐れる気持ちがあるものですから、現在、価値減少型のTOBが仮にあるとしても、そのようなものに対しては買収防衛策を発動することによって個別に阻止し得ると考えられますので、強圧性の問題だけを捉えて制度改正を一気に行うまでの強い必要性があるのかという点については、やや疑問を持っております。

### **3. 従属会社の少数株主保護のために義務的公開買付制度が必要か**

次に、別の角度から、従属会社の少数株主保護のために義務的公開買付制度が必要かという点について検討いたします。ここで問題として意識されているのは、支配株主の機会主義的行動や従属会社財産の収奪の問題ということでございます。これについては、実証研究上、必ずしも日本でそのような問題は大きな問題にはなっていないのではないかと指摘もございますが、今後問題になることもあり得ると思いますので、この問題についても検討したいと思います。まず、そもそも論として、この問題のソリューションとして義務的公開買付制度を導入すべきであるとしている論者の考え方というのは、事後的な救済に限界があるので退出権制度を創設すべきである、というものであると思われまます。ロジックとしては、独立当事者間取引の基準は幅のある概念であって、違反を立証することは困難であり、したがって、事後的救済手段が完璧に機能することは期待できないので、事前に退出権を与えることで解決してはどうかということであると思われまます。この点に関する飯田先生のご論考は資料7でございませますので、後でご覧いただければと思います。

もっとも、事後的救済に限界があるからといって、直ちに一足飛びに退出権制度の導入にまでつながるかという点、若干疑問があるのではないかと

思っております。私の関心は主として退出権制度を導入した場合のコストの点にあるわけですが、論理内在的な問題として、事後的救済が機能しないという状況は、支配株主の異動ないし交替の場合だけではなく、経営陣が交替する場合や、事業方針の大幅な変更や支配株主の消滅が生じた場合にも観念できますから、これらの場合にも退出権を付与するということでないかと首尾一貫しないのではないかと、ということが指摘されております。

これに対しては、レジュメの5頁目に記載しておりますとおり、高橋英治先生などは、少数派代表監査役や従属報告書、内部統制システムの強化その他の方法を通じて従属会社株主の保護が機能しない場合に退出権制度を創設すれば足りるのではないかと、ということを指摘されています。

そもそも、アメリカでは、退出権制度というのは直接的には存在しないわけですが、この問題については、制度（事前規制）によって対処するというよりも、判例法理によって事後責任を問う形でかなり柔軟に対応していると理解しております。私の理解では、アメリカでは、「支配株主の少数株主に対する忠実義務の法理」が判例上確立しているということが、従属会社の少数株主の保護につながっている部分が相当あるのではないかと、思っております。また、強圧性の問題についても、アメリカでは、買収防衛策が機能していることによって、義務的公開買付制度を採用することなしに実質的に問題が解消されているということではないかと、思っております。私としては、我が国でも退出権という制度を立法的に創設してまでこれらの問題を解決する必要があるのか、それが果たして適切か、ということについては議論の余地があると思っております。

特に、実務家の観点からいたしますと、退出権制度を導入した場合、全株式を買い付けるのに十分な資金コストを負担できない場合には企業買収を実行しないということになってしまい、M&Aの活性化に反するのではないかと、いう点が気になります。これは色々なところで指摘されているところですが、当然これに対しては反論もなされているところでして、例えば、ドイツ等では必ずしもそのような事態は生じていないのではないかと、いう議論も存

在していると認識しております。しかしながら、実務家の観点からいたしますと、更に以下の点が気になるところです。

即ち、特に日本では、上場会社を買収対象となる場合に、被買収会社の側で、買収を受け入れる条件として「上場維持」ということが挙げられることが実務上極めて多いと認識しております。少なくとも、我々実務家としては、水面下で、その条件がのめないということで潰れてしまっているディールは相当な数にのぼると思っています。したがって、仮に、上場維持をしたまま買収されるという選択肢がなくなると、上場会社を買収対象とするM&Aは更に一層難しくなるのではないかと考えております。

この点、例えば、レジユメの5頁目の脚注15にも記載しましたがけれども、パナソニックが三洋電機を買収したときにも、三洋電機側では、買収受入れの条件として上場維持という点に非常に強くこだわっていたということが報じられています。結局、今や完全子会社化されている訳ですが、我が国の上場会社の間には、たとえ買収を受け容れるとしても、少なくとも入り口の段階で、最初から完全に買収されてしまうことについては強いアレルギーといえますか、不安感があるのが通常です。このように、被買収会社側としては、とりあえず上場維持を認めてもらって買収会社の子会社になり、そんなにひどいことをされないと分かってある程度安心できたときに初めて完全子会社化を受け容れる、といったメンタリティーが日本では経営者だけでなく従業員も含めて広く存在しているように思われます。

したがって、退出権制度を導入して、閾値を例えば、イギリスのように30%にすると、このような日本的なメンタリティーに配慮した形で上場会社を買収することはできなくなってしまうので、この問題は、実務的には非常に大きいのではないかと考えております。

ただ、一方で、全部勧誘・全部買付制度が平成18年の旧証取法の改正で導入されたわけですがけれども、買付け後の議決権割合が3分の2以上となるような公開買付けが実施される場合には、そもそも全部勧誘・全部買付義務が課されますので、このような場合には、少数株主保護のために少数株主に

セルアウト権を付与することは十分に考えられるのではないかと思います。また、セルアウト権という方法ではなくて、藤田先生のご論文の中でオルタナティブ1と2と書かれているうちの、恐らく1の方に当たるとは思いますけれども、現状の強制公開買付規制は残したままで、議決権割合が3分の2になったときに、現在はTOBによる株式取得の場合のみ適用がある全部勧誘・全部買付義務を、市場買付けや第三者割当増資による株式取得の場合にも拡張するという事は、有力な選択肢として考えられるのではないかと考えております。

この場合の閾値として議決権の3分の2が適切かということですが、私は、基本的には議決権の3分の2以上を取得するという場合であれば、被買収会社側でも、そこまで取得される以上は敢えて上場維持を図ってほしいということ強くはいわないと思いますので、閾値は議決権の3分の2ということではないかと考えております。別の言い方をしますと、議決権の51%から66%までの間に取得であれば、被買収会社の側でも、議決権割合をそこで（少なくとも当面の間は）とどめておいてほしいというニーズはあると思うのです。従って、そのレベルであれば、法律によって全部勧誘・全部買付けをあまねく義務付ける必要はないのではないかと考えております。

他方、買収される側は、議決権の3分の2以上を取得されるのであれば、完全に買収されることとほとんどイコールだと考えると思われまして、買収する側も、3分の2以上取得するつもりがあるなら、応募がある以上は100%まで買わなければならないといわれても、それほど抵抗感はないと思います。したがって、私としては議決権の3分の2というのは、セルアウト権をトリガーする閾値として最も座りがいいのではないかと考えております。中東先生は、議決権割合が3分の2以上となるような場合には少数株主にセルアウト権を与えてはどうかと提言しておられますが、傾聴に値する考え方ではないかと考えております。

少々気になっておりますのは、これはぜひ本日いらっしゃっておられる先生方で法制審の会社法制部会にご出席されている先生方にお伺いしてみたい

のですが、どうも今の中間試案の方向性を見てみますと、バイアウト権だけ導入されてセルアウト権は導入されないような感じになってきているように思われます。いつも経済界寄りの傾向が強いといわれる経済産業省ですが、同省の提言においても、バイアウトとセルアウトとで閾値は若干異なりますけれども、もともとそれらをセットで導入すべきことが提案されていたのに対して、最終的にバイアウト権の方だけ導入されるのは、実務家としても、ややバランスが悪いのではないかと感じております。少なくとも、現状、全部取得条項付種類株式を利用する等の方法で、実務的には少なくとも90%以上の議決権を取得すれば少数株主のスキーズ・アウトは可能であると理解されておりますので、逆に支配株主が議決権の90%以上を掌握したような場合には、バイアウト権制度を創設するか否かにかかわらず、少なくとも少数株主にセルアウト権を付与する手当だけでもしておくべきではないかと考えております。

#### 4. 少数株主へのセルアウト権付与について

では、そのようなニーズは実際にあるのかということですが、これは少々我田引水めくというか、これがあるからセルアウト権の創設を主張するのだろうといわれそうなのですが、日本レップという東証マザーズ上場の会社がございます、今年（2011年）、私自身が代理人となっているのですが、少数株主が会社側に対してスキーズ・アウトを行ってほしいという株主提案を行いました。結果的には6月の定時株主総会で否決されたのですが、どのような事案かといいますと、日本レップはマッコリーというオーストラリアの投資グループが数年前に買収していて子会社となっていたのですが、マッコリーが日本レップの完全子会社化を目指してTOBを実施したところ、TOBの条件が余り良くなかったために、77%しか集まらなかった訳です。このように、株式が77%しか集まりませんでしたので、マッコリーの側は、そのままスキーズ・アウトを強行すると、株式の9割まで買い集められていない以上、スキーズ・アウトのための株主総会決議取消し

のリスクがあると判断し、当初は完全子会社化を目指すといっていたにもかかわらず、前言を翻して、日本レップの上場を維持したまま77%子会社にとどめることにしたのです。これに対して、少数株主側としては、基本的にスクィーズ・アウトはTOB価格が低過ぎたから応募しなかっただけで、77%子会社のままで宙ぶらりんの状態にされても困りますので、前言どおり、スクィーズ・アウトを実行してほしいということで、全部取得条項付種類株式を使ったスクィーズ・アウトをするよう求める株主提案をした、というのが本件の事案です。最終的には当該提案が支配株主の反対投票により否決されましたので、日本レップは現在でもマッコーリーの上場子会社のままです。

このような事例では、少数株主にセルアウト権さえ付与されていれば、後はスクィーズ・アウトの価格の適正性が裁判で争われるだけで、それなりにフェアな解決が図られるはずです。こういった実務上のニーズもあるのではないかと思いますので、セルアウト権制度についても一定の範囲で導入してはどうかと思っているわけでございます。

ちなみに、少し別の観点からの話でございますが、飯田先生は強圧性の解消手段としてセルアウト権制度を創設することには否定的な見解を提示されている訳ですが、全部買付・全部勧誘義務の制度が存在する中で、少なくともTOBの結果として対象会社が上場廃止になってしまった場合—今述べた日本レップの場合には上場が維持されていますのでまだいいのですが—上場廃止になってしまいますと、株式の流動性が基本的になくなってしまいう訳で、少数株主を保護すべき必要性は非常に高いと考えられますから、立法論として、その場合には、TOB成立後の短期間、少数株主が追加的にTOBに応募できる期間を設けるべきではないかという見解をしめされています。

一方、比較法でございますけれども、ご案内のとおり、EU諸国には支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権がセットで存在しています。ただ、公開買付けを前置するかどうかについては国ごとに若干差がありまして、多くの国は公開買付前置主義を採用しているようですが、そうでないところもあります。トリガー比率（閾値）については、レジユメの23頁目に

EU諸国におけるバイアウト権及びセルアウト権それぞれについてのトリガー比率を載せております。これを見ますと、おおむね90%から95%で大体揃っていますが、ラトビアやルクセンブルクのように、スクイーズ・アウト権のトリガー比率とセルアウト権の比率とが異なる国もあるようです。

若干興味を引きますのはイタリアでございます。イタリアでは、基本的には議決権資本及び議決権の95%を取得した場合には、バイアウト権もセルアウト権も発生するということになるわけですが、例外的に、議決権の90%を取得した支配株主が90日以内に十分な流動性を回復することができない場合にも、少数株主のセルアウト権が発生するという制度を採用しています。これは、先ほど述べた、上場廃止の場合には追加応募権のような形で少数株主の保護を図るべきではないかという飯田先生の考え方と、通底する部分があるのではないかと考えております。

レジュメの6頁目に戻りますが、EU諸国では、これらのバイアウト権及びセルアウト権が義務的公開買付制度とともに並存する形となっています。この点について、バイアウト権とセルアウト権、特にセルアウト権がなぜ義務的公開買付制度とセットで存在するのかという点をもう少し突き詰めたいと思っていたのですが、大量にある英語の文献を全部精読する時間がありませんでしたので、この問題については今後の課題にしたいと考えております。

現時点における私の推測では、義務的公開買付制度とは別に、一定の場合にバイアウト権を支配株主に認めていますので、それとの均衡上、セルアウト権が必要であるということで導入された場合が多いのではないかと考えております。

何故このように考えているのかと申しますと、例えば、先ほどイタリアの話をしました。イタリアの制度にはもともとバイアウト権だけが存在しており、EUディレクティブを受けて、後からセルアウト権が導入された経過のようです。このような例が存在することからしますと、EU27カ国を全て調べた訳ではないのですが、大体において、支配株主にバイアウト権を認めるのと引き換えに少数株主にセルアウト権が付与されたということでは

ないかと推測している訳です。

それでは、義務的公開買付制度を採用していない国ではどうかという点ですが、韓国が、今年（2011年）、商法の全面改正を行いまして、基本的には2006年に制定された我が国の会社法で盛り込まれたものと同様内容が盛り込まれていると考えて頂ければよいのですが、一歩先を行かれてしまっている部分がございます、その一つが、バイアウト権とセットになった形での、少数株主に対するセルアウト権の付与です。韓国では来年（2012年）の4月に施行予定ということのようですが、この改正商法では、95%を閾値として、支配株主に対するバイアウト権の付与と少数株主に対するセルアウト権の付与とがセットで盛り込まれています。なお、該当条文については、レジユメの7頁目の脚注17と脚注18に和訳を載せておりますが、和訳の正確性は保証できかねますので、仮訳ということでご覧いただければと思います。

ちなみに、制度の概要についてですが、レジユメの8頁目をご覧いただければと思いますけれども、この韓国の改正商法では公開買付けの前置は要件とされておりません。バイアウト価格やセルアウト価格についての実体法的な規制も存在しておりません。即ち、公開買付けの前置が要件とされておりませんので、バイアウト価格等について公開買付価格を基準とするような形での価格規制も存在しておりません、我が国の株式買取請求権と同様、裁判所が最終的に「公正な価格」を決定する仕組みになっています。従って、我が国で義務的公開買付制度を導入せずに、バイアウト権制度とセルアウト権制度だけを導入する場合には、このような韓国商法の立法例も参考になるのではないかと思います。

本当は、この後、株式の市場取引による取得を通じた支配権の獲得や第三者割当増資による支配権の異動に強制公開買付規制の適用がないことの問題性を検討しようと思っていたのですが、力尽きてしまいましたので、これも今後の課題ということにさせていただければと思います。

## II. PTS取引に対する強制公開買付規制の適用の是非 (市場内取引に強制公開買付規制を適用しないことの是非)

次に、PTS取引に対する強制公開買付規制の適用の是非という問題を取り上げようと思います。この問題は、論理的には、現在の我が国の法制度は、市場内取引には強制公開買付規制を適用しないという建付けとなっているわけですが、そのことの是非につながっていく話です。

### 1. 問題の所在

まず、問題の状況をご説明いたしますと、現在、我が国ではPTSの取引高が非常に伸びております。この要因は幾つか指摘されておまして、一つには、PTSを通じた取引がJSCCの清算対象とされたことによって、決済リスクが大幅に減少したということが挙げられています。従来は、PTS取引を利用していたのは主に個人投資家であったようですが、決済リスクが減少したことで、機関投資家もPTSを利用するようになったといわれています。そのほか、東証がアローヘッドを稼働させたことに伴うHFTの拡大や、SOR（スマート・オーダー・ルーティング）の導入によって、近時、PTSの取引高は急速に拡大しているといわれています。

例えば、2010年には年間ベースでの取引高が3兆円を突破しまして、月間ベースの取引高でも、2010年12月の段階では4800億円強だったわけですが、今年（2011年）の6月には月間取引高が初めて1兆円の大台を超えておまして、その後、9月まで継続して1兆円台をキープしているという状況です。レジュメの8頁目の脚注20に記載しておりますけれども、直近の2011年9月の月間取引高は1兆2429億円となっております。取引所銘柄取引の合計に占めるPTS取引の割合は4%を超えています。これは、おおむね大阪証券取引所における現物株取引の規模に匹敵しておまして、名古屋証取、札幌証取、福岡証取、東京AIMは多分全部合わせても取引所銘柄取引の合計の1%に到達しない程度だと思われまますので、PTSはかなり

存在感を持っているということになります。

P T Sは、このように急速に存在感を増しつつあるのみならず、先ほど申し上げましたとおり、機関投資家の利用が進みつつあるわけですが、現状、P T S取引に、強制公開買付規制、その中でも特にいわゆる5%基準が適用される点が、機関投資家によるP T S取引の利用拡大についてのボトルネックになっているといわれています。具体的には、金商法は、取引所金融商品市場外で株式を取得し、持株割合を5%超とする場合には、10名以下の著しく少数の者から取得する場合を除いて、T O Bの実施を義務づけているところ、P T S取引は金融商品市場外取引と整理されていますので、P T Sを通じて機関投資家が買増しを行い、例えば、売り手側の投資家が11名以上いて、買い注文をそれらの売り注文と対当させ、その結果として持株割合が5%を超えたような場合には、買い手はT O B規制に違反することになってしまいます。これに対して、同じ取引を取引市場内で行えば、大量保有報告書を提出しなくてはならないことは勿論ですが、T O B規制との抵触の問題は生じません。これが、P T S取引の利用が進まない一因となっているという指摘がございます。

## 2. 分析と検討

そこで、これをどのように解決していくべきかということが問題となる訳ですが、立法論の世界の話ではありますが、まず、そもそも論として、何故P T S取引がT O B規制に抵触してしまうのかを考えてみる必要があります。これは、言い換えますと、何故市場内取引については強制公開買付規制が適用されないのか、ということに帰着します。

市場内取引に強制公開買付規制が適用されない理由は、一般に、市場内取引が、①誰でも参加できる公開の取引であって、②競争売買により取引価格が形成され、③取引数量及び価格が公表され、取引の透明性が一定程度確保されているからであると説明されています。そうであるとすれば、これに準じるような一定のP T S取引については、強制公開買付規制を必ずしも適用

しなくてもよいのではないかと、とも考えられる訳です。

この点、一口にPTS取引といっても様々な形態があるようでございまして、全部一律にそのように解釈することができるかというのは、また別の問題なのではないかと思われまます。

とはいえ、とりあえずPTS取引にはどのようなものが存在するかを検討してみますと、PTS取引の中には、まず、(1)売買立会類似の方式を採用しているもの（具体的には、i)競売買の方法を採用しているもの、ii)顧客の提示した指値が相手方となる他の顧客の提示した指値と一致した場合に当該指値を用いる方法—これは旧ジャスダックが用いていた方法でございませけれども—を採用しているもの、及びiii)マーケットメイク方式を採用しているもの、の三つの種類がある)があります。例えば、PTS大手のチャイエックスとSBIは、ii)の、顧客の提示した指値が相手方となる他の顧客の提示した指値と一致した場合に当該指値を用いる方式を採用していると聞いております。

このほか、PTS取引には、(2)立会外取引に類似の方式を採用しているもの（具体的には、i)取引所金融商品市場における対象銘柄の売買価格をリファレンスする方法ですとか、ii)顧客間の交渉に基づく価格を用いる方法があるといわれています。

以上のうち、(2)の立会外取引類似の方法を採用しているものについては、どうも、システム上、取引の相手方の人数を管理することは必ずしも不可能ではないと聞いておりますので、問題は、(1)の売買立会類似の方式を採用しているPTS取引ということになります。何故なら、こちらは取引の相手方の人数を管理することがシステム上そもそもできないといわれているからです。それが事実であると致しますと、TOB規制の中の5%基準に抵触してしまうおそれがある場合には、この(1)の方法を採用しているPTS取引は、事実上利用できないことになってしまいます。

先ほど、市場内取引に強制公開買付規制が適用されていない理由について、①、②及び③という三つの理由がいわれているということを申し上げました

けれども、PTS取引も、①の、誰でも参加できるという条件は満たしますし、③についても、少なくとも取引価格については気配・約定価格の公表義務があります。従って、①については○で③については△ということになります。他方、②の、競争売買により取引価格が形成されているかという点については、すべてのPTS取引がこの条件を満たしているとはいえないという状況だと思われまます。

立法論としては、レジュメの9頁目から10頁目にかけて記載しておりますが、大きく分けて、イの、PTS取引全体について一定の場合に強制公開買付規制の適用を排除する方法と、ロの、PTS取引のうち、前述の(1)のタイプのもののみ、要するに、売買立会類似の方式を採用しているものに限って、一定の場合に強制公開買付規制の適用を排除する方法とがあるのではないかと思います。

このイとロは、更にそのそれぞれの内部で3つの考え方に分かれると考えられます。具体的には、まずA説とD説というのは、ともに強制公開買付規制の適用を全面的に排除するという考え方です。ただ、A説については、3分の1以上の株式がブロックで移動する場合に、ライブドアがToSTNeT-1を使ってニッポン放送株式の約35%を取得した事件のときのように、PTSを使った脱法的な事例がまた起こる可能性がありますので、やはり、強制公開買付規制の全面適用排除というのは難しいのではないかと思います。

そのため、B説及びC説という考え方が出てきます。これらは、共に、強制公開買付規制のうち、いわゆる5%基準の方だけ適用を排除して、3分の1ルールは適用してもよい、と整理する考え方です。法技術的には、B説は、5%基準との関係はPTS取引はその適用対象外であると整理しつつ、3分の1ルールとの関係ではその適用対象とする、という考え方であるのに対し、C説は、PTS取引における1回の買付け等について、その相手方の数を常に「1名」とであると擬制するという考え方で、このようにすれば、PTS取引については5%ルールの方だけ適用対象から外れることとなります。ただ、(イ説の中の)A説、B説及びC説の考え方は、いずれも、ある程度の流動

性が確保されているPTS業者によるPTS取引でなければ強制公開買付規制の（一部）適用除外を認めるのはなかなか難しいのではないかと思います。即ち、ある特定の取引について脱法的にTOB規制が及ばないようにするために、得体の知れないPTS業者をでっちあげて、そこを使ったPTS取引で株式の移転を行いましたといわれても困りますので、やはり、ある程度の取引量が確保されているPTS業者を通じたPTS取引であることは必要なのではないかと考えております。

口の考え方の方は、様々の形態があるPTS取引の全体を区別せずに取り扱うというアプローチを採るのではなく、PTS取引の中で、売買立会類似の方式が採られているものに限定して強制公開買付規制の適用除外を認めるというアプローチを採用するものですが、強制公開買付規制のうちどの範囲のものを法技術的にどのような方法を用いて適用除外とするかを巡って、イ説におけるA説、B説及びC説に対応して、やはり、D説、E説及びF説という三つの考え方に分かれると思います。

この問題についてどのように考えるべきかについては、ぜひ先生方のご意見を賜ればと思いますけれども、PTS取引のうち、前述した、(2)の、立会外取引類似の方式を採用しているものについては取引の相手方の人数を管理できるということなのであれば、当面对処しなくてはならないのは、(1)の、売買立会類似の方式を採用しているPTS取引ということになりますので、口の考え方を採った上で、前述のとおり、3分の1ルールの適用まで除外するのは行き過ぎということであれば、結論的には、(口の考え方のうちの)E説かF説を採用するのが座りがいいのではないかと個人的には思っております。

また、そもそも論として、強制公開買付規制のうち、いわゆる5%基準は本当に必要なのかという点も改めて考えてみる必要があるのではないかとと思います。確かに、この5%基準は、アメリカの制度を基に1971年にTOB規制が我が国に導入された当時から存在するものではありますけれども、欧州諸国のTOB規制にはこの5%基準に対応するものはない訳です。そう

であるとするれば、そろそろこの5%基準の必要性如何についても改めて問い直してもよいのではないかとも思うのですが、とりあえず5%基準を残すのだとすると、PTS取引については、不都合な部分があるということで、部分的にその適用を排除するということではどうか、具体的な方法としては、今まで申し上げてきたとおり、E説かF説のいずれかを採用するということではどうか、と思っている訳でございます。

ただ、先ほど申し上げました、「一定の流動性が確保されているPTS業者によるPTS取引に限る」という部分について、どのように線を引くのかは非常に難問です。大雑把に言えば、名古屋証取くらいの取引量があればよいとする割り切りもあるのではないかと考えております。確かなかなか線引きは難しいのですが、札幌証取ですとか福岡証取、更に東京AIMに至っては全く流動性がないに等しいのが実情ではありますので、そういったところは取引所であるというだけで全部規制の対象から外れてしまうのに対して、PTSの場合にはPTSであるというだけで全て強制公開買付規制の適用対象というのも、やや座りが悪いのではないかと感じております。

もっとも、強制公開買付規制の適用を一定の限度で外すことになった場合には、PTS業者に対する業規制を金融商品取引所に対する業規制に近づける方向で強化することは十分考えられるのではないかと思います。例えば、システム運営等についての内部統制とか、そういった点についての業規制を取引所並みに強化することは十分あり得るのではないかと思います。果たしてそもそも業規制を強化する必要があるのかも含めて、先生方のご意見を賜ればと思います。

### Ⅲ. 買付条件の均一性を巡る問題

#### 1. 現行の公開買付規制の概要

レジュメの11頁からが、買付条件の均一性を巡る諸問題でございます。買付条件の均一性に関する現行規制の概要を申し上げますと、まず、価格規制については、我が国では、公開買付価格の水準自体については直接的な規

制はありませんが、公開買付価格についての均一性が要求されています。そして、対価が金銭である場合と金銭以外のものである場合とで規制が分かれておきまして、対価が金銭である場合には買付け等の価格はすべての応募株主について均一にしなければならないとされています。その一方で、金銭以外のものが対価の場合には、当該有価証券その他金銭以外のものとの交換比率が公開買付価格とみなされ、更に、差金が交付されるときには、公開買付け価格には差金として交付される金銭の額まで含まれるとされており、その上で、公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類をすべての応募株主等について同一とし、かつそれぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について対価を均一にしなければならないとされています。

また、開示規制として、公開買付届出書の中に、株券等の種類に応じた公開買付価格の価額の差について、換算の考え方等の内容を具体的に記載することが要求されています。

## 2. 買付条件についての均一性規制の射程

### (異なる種類の株券等の間でも適用されるか)

まず最初に、これはカネボウの損害賠償事件で非常に活発に議論されたところですが、異なる種類の株券等が発行されている場合の均一性の問題を検討したいと思います。

前提として、公開買付規制における株券等の種類の同一性の問題があります。即ち、どこで線を引いて同一の種類の株券等と考えるべきかという問題です。内容が似ているために、会社法上は異なる種類の株券等だけでも、公開買付規制上は同一の種類の株券等であるということがあり得るということであれば、公開買付規制上は「異なる種類」の株券等の間における価格の均一性という問題自体が出てこないこととなりますので、まずはこの問題を考える必要がある訳です。

この点について、レジュメの12頁目に、金融庁の公式見解と立案担当者

の見解とを分けて記載しております。

公式見解は、パブコメに対して示された金融庁の回答でして、これは資料12をご覧いただければと思いますが、「株券等の『種類』をどのようにとらえるかは、関係法令に照らして、個別事案ごとに判断されるものと考えられます」とのみ記載されています。これだけだと余り判断の「さすが」にはならないと思われます。

一方、立案担当者の見解としてよく挙げられている、脚注29に掲記の池田=大来=町田各氏による、『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』には、いわゆる実質説にかなり近い内容が書かれています。具体的には、まず、「同一の発行者に係る2以上の内容の異なる株券等について、買付け等の対象に含めるものと含めないものを区別して公開買付けを行うことは、公開買付制度上、当然には予定されていない」という点が前提として述べられています。その上で、区別することは予定されていないけれども、「ある内容の株券等については現在も、また、将来に向けても、買い付ける予定・意思が一切ない」という場合であって、「かつ、当該株券等に係る議決権、配当、普通株式への転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるような場合には、公開買付けを行うにあたって、当該株券等を買付け等の対象から除外する取扱いが認められる場合もある」と書かれておりまして、全体として、かなり実質的な考え方が色濃いものといえます。

これに関して学説は、大雑把にいうと、大きく実質説と形式説とに分けられます。中東先生が前のシーズンの金商法研究会でご報告されたときは、かなり実質説に近い内容のご見解であったと思いますけれども、これに対しては、そのときは神田先生や黒沼先生の方から、形式的に考えた場合には規制の潜脱が生じるような例外的な場合にのみ、実質的に種類の同一性を認定すればよいのではないかとのご見解が示されていたかと思います。

この点については、前回、中東先生のご報告の段階では、最高裁の判決が出ておりませんで、東京高裁の判決までが出ていた段階であったわけですが、その後、昨年（2010年）の10月に最高裁の判決が出ております。この最高

裁判決は、適用除外要件の関係で、特定買付けの対象となる「株券等」の意義は限定されているという、いわゆる限定説を採用したのですが、本日はそちらはメインではありませんので、株券等の種類の同一性に関してどのような判示を行っていたかという点に絞って見てみます。

この事案では普通株式とC種類株式との同一性が問題となっていたわけですが、C種類株式は、議決権はあるけれども利益配当請求権はなく、残余財産分配も普通株式に劣後するものであったということで、共益権の内容は普通株式と大きく異なっていました。ただ、C種類株式には普通株式に1対1で転換できる権利が付されており、2006年10月1日以降、いつでも普通株式に転換することができるものとされており、かつ、買取りの時期と転換が可能となる時期とが余り離れていなかった訳です。

これについて、本判決の中では明示されていないのですが、「ジュリスト」の「時の判例」に担当の最高裁調査官の方が解説を書いております。その中で、「本判決は、上記『株券等』の意義に関して、実質的な内容の同一性は問題とならず、形式的に種類の異なる株券等であれば、全てかかる『株券等』に含まれないという見解（形式説）を採用したものである」と言い切っております。最高裁の判示にはこの点は出てこないのですが、上記解説にはそのように記載されています。具体的にはレジュメの14頁の脚注33に記載されている内容が書かれておまして、結論的には、「本判決は明示的に触れてはいないが、普通株式とC種類株式の実質的同一性を問題とすることなく、公開買付けの要否を判断していることから、形式説を採用したものと考えられる」としています。実質説については、限界が不明確であるという点や、公開買付けを実施すべきか否かが「刑事責任にも関わることなどからすれば、『株券等』の内容が不明確になる解釈は採り難い」ということで、形式説を採ったとされている訳です。

このような最高裁判決が出された後において、先ほどご紹介いたしました、当時の池田課長ほか執筆された、かなり実質説に近い見解は、果たして維持することが可能なのかという問題が、まずあるように思われます。本判決

の最高裁調査官解説まで踏まえると、先ほどのような立案担当者の書かれた内容は、実質的に否定されたと解釈せざるを得ないのではないかと思われます。

ちなみに、本判決については、飯田秀聡先生の評釈では、「公開買付けを強制している明確な規定がない場合にも強制公開買付規制の趣旨を実現するため、実質解釈によって公開買付けしなければならない場合を補う」ことはしないという解釈態度を採用したものなのではないかという指摘があります。

それはともかく、一応最高裁の判決がこのような形で出されましたので、形式説が最高裁の考え方だということを前提として考えると、少なくとも会社法上異なる種類の株券等であれば、規制の潜脱となるような例外的な場合を除いて、一応種類は異なると公開買付規制上も考えられるということになります。

そうしますと、次に、対象会社が複数の株券等を発行しているときに、全部勧誘・全部買付義務が適用される公開買付けを行う場合には、まず公開買付手続は複数だと観念されることになるのが問題となります。

この点、考え方を整理しますと、そもそも全部勧誘・全部買付義務の適用がない場合に、異時点で異なる種類の株券等に対して公開買付けが行われるときは、同一の発行会社のものであっても当然に複数の公開買付手続だということになります。では、全部勧誘・全部買付義務の適用がない場合に、同時点で同じ発行会社の異なる種類の株券等に対して公開買付けが行われるときはどう解されることになるのかという点ですが、藤田先生は、この点については、観念的には複数の公開買付手続が行われていることになるかと解釈する方がきれいに整理できるのではないかというご指摘をされていると理解しております。

他方で、全部勧誘・全部買付義務の適用がある場合、したがって当然にこれは同時点で公開買付けが行われる場合ということになるわけですが、この場合に、異なる種類の株券等に対して公開買付けを行うとき、どのように解

されることになるのかという点が問題となります。レジュメの15頁目でございますが、解釈問題としては、全部買付義務を定める施行令8条5項3号が、1つのTOB手続で全種類の株券等について全部勧誘・全部買付けを行うことを要求していると解するべきか、それとも、これは必ずしも1つの手続で行うことを要求しているわけではなくて、観念的には複数のTOB手続があり、それぞれにおいて、各種類の株券等について全部勧誘・全部買付けを行うことを要求していると解すべきか、という考え方の差異が生じてくると思います。

これについては、仮に1つの手続で全部行うことまで要求していると考えれば、複数の種類の株券等の間でも均一性規制が適用されるという方向につながりやすくなると思いますし、逆に株券の種類ごとに複数のTOB手続が並行して行われると理解するのであれば、複数の種類間では均一性規制が適用されないと解する方向につながりやすくなるのではないかと思います。

その場合に、具体的にはどのように考えるべきかという点については、レジュメの15頁以降に記載したA説、B説及びC説があり得るのではないかと思います。C説は否定説で、全部勧誘・全部買付義務が適用される場合に、公開買付けが複数の株券等を対象にしている場合、種類が異なっていれば、TOB手続は観念的には複数あると考えた上で、それぞれについて均一性の原則は種類を超えては働かないという考え方です。

A説は金融庁が採っている解釈なのではないかと思います。池田＝大来＝町田各氏が執筆した先ほどの文献では、「同一の公開買付けにおいて、対象者が発行する、内容の異なる2以上の株券等を買付け等の対象とするような場合においても、実質的に公開買付価格が均一となるよう、公開買付価格を設定すべきである」と書かれています。例えば、普通株に転換する条件が付されている種類株式や予約権についての買付価格については、普通株など基準となる株券を基礎として経済価値を算出することが可能ですので、当該算出された価格が普通株についての買付価格と均一になるように公開買付価格が設定されるべきではないか、という趣旨のことを書かれているわけです。

先ほど、均一性を巡る問題に入るところで述べましたように、開示規制の中で、公開買付届出書の記載様式においては、株券等の種類に応じた公開買付価格の価額の差について、換算の考え方等の内容を具体的に記載することとされています。この点を踏まえると、何となく、金融庁は種類が異なっても実質的に均一性を要求するという考え方のように思えるわけです。

ただ、これに対しては、全部勧誘義務の課されない公開買付けにおいては、同時期に行われない限り、異なる種類の株券等に対して別々に公開買付けをすることも可能であり、同一の公開買付けで行った場合のみ、内容の異なる複数の株券について、実質的に公開買付価格が均一であることを要求する合理的な理由はないという批判がございします。

B説は限定的肯定説と記載していますが、これは、全部勧誘・全部買付義務が適用される場合に限って、異なる種類の株券等の間でも公開買付価格の均一性の適用を肯定する見解です。形式的な論拠は、レジュメの15頁の脚注35に記載しておりますが、他社株公開買付府令5条5項が、「令第8条第5項第3号の規定による買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘は、同一の公開買付けによらなければならない」としている点になります。全部勧誘・全部買付義務が適用される場合にはこの規定がありますので、複数の手続によって複数の種類の株券の買付けを行うことが許容されなくなると解することになるのではないかと考える訳です。もっとも、B説に対しては、なぜ全部勧誘・全部買付義務が適用される場合のみ、種類の枠を超えて均一性規制が適用されることになるのか、理論的根拠がよくわからないという疑問があるかと思ひます。

この問題については、均一性規制の趣旨も踏まえて、色々な考え方がある訳ですが、均一性規制の趣旨については、立案担当者は、株主の平等待遇を図る観点から、応募株主が公平に扱われるよう、均一の条件によらなければならないということだとしています。レジュメでいうと17頁目に入りますが、結局、これはTOB制度の趣旨の理解の問題に還元されるのではないかと思われます。つまり、TOBの制度趣旨自体が、全部勧誘・全部買付義務

の導入によって影響を受け、従来とは異なる趣旨が入ってきたというように考えるのであれば、他の種類の株券等の買付価格と実質的に同一の価格となるように公開買付価格を設定すべきかという問題については、全部勧誘・全部買付義務に係る規制との整合性を踏まえた解釈をすべきということになるのではないかと思います。

ただ、この問題の結論を均一性規制の解釈として説明するか、それとも均一性の問題を離れて全部勧誘・全部買付義務が課された趣旨から説明するかという技術的な問題はあるのではないかと思います。

次の「全部勧誘・全部買付義務との関係」のところですが、まず、問題意識としては、確かにきれいな解釈は否定説だと思われるわけですが、全部勧誘・全部買付義務が適用される場合に、同一のTOBで普通株式とA種種類株式というように複数の種類の株券等を買付けの対象としているときに、公開買付者がターゲットとしていない種類の株券等の買付価格について何ら規制がなく、普通株式は時価で買い付けるけれどもA種種類株式については1円で買い付けるということが許されることになると、実質上、全部勧誘・全部買付義務を課すことによって少数株主の保護を図るという趣旨が没却されてしまうのではないかという問題が引っかかるという点にあります。

これについては、「ジュリスト」の座談会で、藤田先生が、「全部勧誘があるときに、ある種類については現在の株価以上だが、残りの種類の株式については現在の価値未満という条件を出すのがだめだというのは、その形式的な論拠をどこに求めるかはともかく、結論としては異論がなさそう」と述べておられるところです。もっとも、公開買付価格は現在の株価以上であることまで要求されておらず、その意味ではディスカウントTOBもできるわけですから、正確にいきますと、現在の株価で線を引くということには恐らくならないのではないかと思います。

私の考え方は、基本的には、均一性規制との関係では否定説なのですが、全部勧誘・全部買付義務が課されている趣旨に照らして、その趣旨を没却するようなことはできないと解すべきではないかというものです。具体的には、

レジュメの18頁目に記載していますが、特定の種類の株券等に関する買付条件のみが、他の種類の株券等に関するそれと比して実質的に不合理に不利でなければ足りる、という形で、均一性とは少し離れた問題として解釈した方がよいのではないかと考えております。

何故そう考えるかと申しますと、レジュメの18頁に記載しておりますが、例えば、ある特定の種類の株券等の買付価格がその時価プラス20%であった場合に、均一性の問題として議論してしまうと、20%のプレミアムを乗せるのであれば、他の種類の株券等についてもやはり20%のプレミアムを乗せるべきであるというような話になってしまうことがあり得るのだと思いますが、そのような考え方は実務では恐らく採られていないのではないかと申すからです。従って、実質的に、特定の種類の株券等に関してだけ全部勧誘・全部買付義務の趣旨を没却するような不合理かつ不利な取扱いがなされているか否かということで考えればうまく説明できるのではないかということです。

具体的に実務で問題となりますのは、今、種類株式までTOBの対象となる事例というのは滅多に出てきませんので、ストック・オプションと新株予約権付社債です。ストック・オプションについては、発行された予約権がアウト・オブ・マネーの状態にある場合や被付与者（及びその親族）以外は行使できないとの条件、つまり、公開買付者が行使することができないような行使条件が付されている場合には、買取価格を備忘価格とするのが一般的です。

これを均一性規制の枠内で説明しようとする、1円ではなく1円20銭にすべきではないかといった変な問題が出てきますので、均一性の問題として議論し切るのは難しいのではないかと考えています。均一性の問題として議論する考え方として、レジュメの18頁の脚注50に、「ストック・オプションとして発行された新株予約権は、買付者にとってはほとんど無価値に近いものであり、公開買付価格を1円とすることにも合理的な理由があるから、実質的な均一性を要求する見解に立ったとしても問題はないと解されてい

る」との見解を記載していますが、この問題を均一性の問題として議論すると、やはり少し説明が苦しいのではないかと考えております。

一方、新株予約権付社債の場合かどうかということですが、実務では、行使期限が到来していなければ、予約権部分のオプション・バリューは全く考慮せず、社債の額面金額を買付価格とし、行使期限が到来していればパリティ価格を買付価格とするのが一般的です。

これを具体的に見てみますと、レジユメの25頁で別紙2として最近の実例を記載しております。ストック・オプションとして発行された予約権のTOB価格に関して、取得しても公開買付者が行使できないおそれのある条件、具体的には、基本的に従業員しか行使できない等の条件が付されている場合には、TOB価格を1円としたものが圧倒的多数で19件ございます。2件だけ、普通株式の行使価格とTOB価格との差額に予約権の目的となる普通株式の数を乗じた金額としたものがございました。また、アウト・オブ・マネーとなっていた予約権に関しては、TOB価格を1円としたものが2件で、そのほかの定め方をしたものはありません。

レジユメの26頁に参りまして、逆にイン・ザ・マネーとなっていた予約権については、TOB価格と予約権に係る1株当たりの行使価格との差額に予約権の目的となる普通株式の数を乗じた金額としたものが3件、そのほかの定め方をしたものはゼロということになっています。新株予約権付社債に関しては、行使期限がTOB期間終了までに到来しないものについてもTOB価格をパリティ価格としたものがあるというような状況になっています。

戻りましてレジユメの18頁ですけれども、今述べましたような実務は、均一性規制に関して、種類の枠を超えて実質的に同一の価格が要求されるという解釈とは余り整合的ではないのではないかと思います。その意味では、私が先ほど述べました考え方のように、全部勧誘・全部買付義務の趣旨から不合理な不平等待遇は許されないという形で、もう少し柔軟性のある形で解釈をした方がよいのではないかと思います。

このほかの均一性規制に関する問題としては、買付者にとっての価値を基

準に、実質的に均一といえるか否かを判断することは許されるかどうかという問題があります。先ほどの、従業員しか行使できないような予約権について、買付者にとっては無価値なので買付価格を1円と定めることが許されるかという問題なのですが、この点については、買付者にとっての価値を基準にすることを認めて、その上で実質的に均一かどうかを判断するとなると、主観的な価値が入り込んできますので、さすがに実質的均一の議論の中では処理し切れなくなるのではないかと思います。

以上が、種類の枠を超えた実質的な価格の均一性の問題です。

### **3. 対価の「種類」を買付け等の対象である有価証券の種類ごとに異なるものとする可否**

3番目は、対価の種類を買付けの対象となる有価証券の種類ごとに異なるものとするかどうかという点です。これは自社株対価TOBが産活法で規制緩和されたこととの関係で問題となっています。例えば、自社株対価TOBを行う際に、対象会社の株式の買付け等の対価を自社株とする一方、対象会社の予約権や予約権付社債の買付け等の対価を金銭のみとする方法を採用することができるかどうかという点も問題になり得るかと思います。

これについては、対価が金銭でない場合の規制というのは施行令の8条3項にしかないわけですが、8条3項のただし書きでは、「公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類をすべての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない」という規制しかかかっていませんので、買付けの対象となる株券の種類が異なることをもって対価の種類を変えるということ自体は禁じられていないのではないかとこの点を根拠として、自社株対価TOBを行う際に、対象会社の株式の買付け等の対価を自社株とする一方、対象会社の予約権や予約権付社債の買付け等の対価を金銭のみとする方法を採用することができる

いう考え方が主張されています。この点は、私もそう考えるべきなのではないかと思っております。

#### **4. 応募契約における表明保証及び補償規定と均一性規制**

均一性規制との関係で実務上よく問題となるのは、表明保証ないしインデムニティ（indemnity）の規定をM&A契約に入れた場合に、M&Aが終わった後に表明保証違反でインデムニティの規定が発動されて、実質的に買収者の側が表明保証違反に基づく補償を受け取るという場合に、公開買付価格の均一性規制に違反することになるかという点です。これについては、均一性規制とは無関係であるという考え方が実務の間では一般的です。即ち、表明保証違反の補償責任は公開買付価格の話とは別物だという理解で実務は動いているということです。

#### **5. TOB 成立後の取締役としての報酬約束と均一性規制**

このほかに、金融庁の出した「株券等の公開買付けに関するQ&A」では、その問24でTOB成立後における取締役としての報酬約束と均一性規制との関係について触れられています。これは昨年（2010年）の3月末日付けで追加されたものでございまして、レジユメの20頁をご覧くださいますと、TOB後における取締役としての報酬を一定額とするよう約束した場合、取締役が株主でもあるときには公開買付価格の均一性規制との関係でも疑義が生じることになるのではないかという問題です。これについて、金融庁の公開買付けQ&Aでは、報酬が株券等の対価としての性質を有すると認められるかどうかという基準を立てた上で、かかる性質を有すると認められるかどうかの判断基準として、例えば、その取締役が応募する株券等の数を基準として報酬が決定されているような場合には、株券等の対価としての性質を有することが強く推認されるので、そのような約束は均一性規制に反することになると記載されています。もっとも、これは、株券等の対価としての性質がなければ均一性規制に反しないという解釈を裏から示しているのだともい

えます。

## 6. 並行的公開買付けと均一性規制

もう1つ、実務でよく問題となるものに、自社株・他社株TOBスキームというものがあります。これはどのようなものかと申しますと、ある会社を買収するという案件があって、買い手の予算が限られている場合において、売り手側の大株主、特にこれが法人の場合にこのようなスキームが用いられる訳ですがけれども、売り手側の法人株主としては、今の株価よりも多少ディスカウントしてでも売りたい、しかし、公開買付けを成立させるためには、そのほかの一般株主がTOBに応募してくれないといけないので、そのためにはTOBのプレミアムを高くしなければならないというときに、大株主を念頭に対象会社が低い価格で自社株TOBを行った上で、並行して買い手側が一般株主を念頭に高い価格で他社株TOBを行うことが許されるか、という問題です。この場合、大株主はそのような条件の下で1人だけ worse off してしまうのかといいますと、必ずしもそうではありません。大株主は、自社株買いに応じる形で保有株式を買い取ってもらえると、対象会社が優良企業であれば、通常はその対価の大部分が税務上みなし配当とされ、法人株主については益金不算入の規定が働きますので、after tax でみると、高い買付価格での他社株TOBに応募して多額のキャピタル・ゲイン課税を受ける場合とほとんど変わらない手取り金額を得られる場合があります。そのような場合には、after tax で見ると大株主は特に worse off することになりませんので、このように、自社株TOBで対象会社が大株主からその持株を買い取るときの価格は安くした上で、買収者が一般株主から対象会社の株式を買うときの他社株TOBの価格は高くするということが、経済合理性の見地からは成り立つわけです。

そこで、このようなスキームを実行することが公開買付規制、特に対価の均一性規制との関係で許されるのかが問題となります。

これについても、実質説のような発想で、そのようなことは認められない

と解する考え方も理論的にはあり得るとは思いますが、公開買付価格の均一性は、同一のTOBに応募する株主間における公平を図ることを目的としているものですので、自社株TOBと他社株TOBの買付価格が異なったとしても均一性規制に反しないという考え方もあり得るのではないかと思います。先ほどの、複数の種類の株券等が発行されている場合において、全部勧誘・全部買付義務が課されたTOBを行う場合の問題と似たような話でございしますが、この自社株・他社株TOBスキームの場合には、買付け等の対象となる株券等の種類は全く同一で、ただ買付者が異なる訳です。要するに、買取者が買い付けるのが他社株TOBで、一方、発行会社が実質的な売り手である大株主から買い付けるのは自社株TOBである訳ですが、この両者を異なった買付価格で並行して実施することが許されるか、という問題です。

これについては、レジュメの21頁に記載しているのですが、自社株TOBが公開買付規制で規制されている趣旨は、他社株TOBの場合と大きく異なると考えられます。自社株TOBは、本来的には支配権の異動を目的とした取引ではないからです。ただ、適正な情報開示の要請や投資者の平等な取扱いの確保の要請については、これは他社株TOBの場合と同様に妥当します。しかしながら、応募株主は自社株TOBと他社株TOBのいずれに応募するかを選択できますので、実務家としては、株主の平等待遇を図るという均一性規制の趣旨からも実質的な問題はないのではないかと、従って、両者の公開買付価格を異にすることも許容されるのではないかと、と考えられるのではないかと考えております。

これは、極限事例としては、公開買付期間が全く重なり合った形で、公開買付価格を異にするような自社株TOBと他社株TOBとを並行して実施できるかが問題になるわけですが、金融庁に質問致しますと、ある意味で当然ではありますが、余りいい顔はしていただけません。従って、並行的公開買付けの実例はレジュメの27頁目に記載しているのですが、2件実例はあるのですが、いずれにおいても自社株TOBと他社株TOBの価格とは全く同じとされています。公開買付価格を異にするような自社株TOBと他社株T

TOBとを並行して実施することもできるということになれば、是非手掛けたいと思っておりますが、今のところは、大新東のケースも平和のケースもTOB価格を同一にしているということです。異なった公開買付価格で同一の発行会社の株券等に対するTOBが同時に行われると、株主が非常に株主が混乱するから、同時に行うのであれば公開買付価格は同一にするようにというご示唆がご当局の方からあったやに聞いておりますけれども、そうであれば、TOBのローンチ時期をずらした場合には、それぞれの公開買付価格が違うことを正面から許していただけるのかどうかという点が、問題となるのではないかと考えています。

#### **IV. 自社株対価 TOBに係る諸問題**

##### **1. 問題の所在**

最後に、自社株対価TOBに関する諸問題についてですが、色々と考えてみたのですが、余り問題となるような点はありませんでした。ただ、1つだけここで確認させて頂ければありがたいと思っておりますのは、自社株対価TOBを用いた海外企業の買収に際して、発行される自社株の価額が1億円以上になる場合に、有価証券届出書の提出をすることが必要かどうかという点です。これについては解釈上のガイドラインがあった方がよいのではないかと考えております。

なぜかと申しますと、第三者割当増資のような場合には、海外市場だけで有価証券を発行するときは、募集・売出しが日本国内では行われていないということで、有価証券届出書の提出は必要とならず、臨時報告書の提出で足りるという理解の下で実務は動いております。このような実務から類推致しますと、自社株対価TOBを用いた海外企業の買収で、TOB手続が海外で行われているような場合にも、発行する株式について、有価証券届出書の提出は不要と考えられないかということでございます。

ただ、問題となるのは、いくら海外企業といえども、上場会社であれば、日本の法人や個人が全くその株式を所有していない会社というのは余りない

と思いますので、自社株対価TOBを用いた海外企業の買収だけれども、対象会社の株主に日本の法人や個人が混じっている場合にも、同じように有価証券届出書の提出は不要であるといえるのか、という点です。

私としては、TOB手続それ自体は、例えば、アメリカの企業を自社株対価TOBで買収するときはアメリカのTOB手続になりますので、そのアメリカのTOB手続の中で、日本に居住する者は応募できないようにしておけば、臨時報告書の提出だけで足りると解することができるのではないかと考えているのですが、この点をどのように考えればよいかということ、是非ご教示頂ければ幸いです。

時間を少々オーバーしてしまいましたが、私の方からは以上でございます。

## 討 議

**神田会長** 時の論点をご提示をいただきまして、また非常にわかりやすいご報告をいただきまして、ありがとうございました。

残りの時間は議論ということになりますけれども、前のほうから順番にということではなくて、いつものように、皆様方がお気づきの点をどんどん出していただいて議論をしてはいかがかと思います。どなたからでも、どの点についてでも結構ですので、お気づきの点があればお願いします。

**神作委員** 大変貴重なご報告、ありがとうございました。

第Iの論点についてのご質問なのですが、バイアウトとセルアウトについて、例えば別紙の1でトリガーの比率についての一覧表をご作成いただきまして、またご報告の前半では韓国会社法の最新の法改正についてご紹介をいただき、とても参考になりました。お聞きしたい第1の点は、バイアウト、セルアウトというのが、ご報告の中でもございました公開買付前置という文脈で語られているときは恐らく金商法の問題と申しますか、資本市場法の問題として扱われているものと推察いたしますけれども、別紙1の一覧表の中には、純粋な会社法の問題としてバイアウト、セルアウトについて記述している国があるのかということでございます。また、第2点は、韓国の

場合は公開買付規制においては、セルアウトとバイアウトに関する規律についてどのような扱いになっているのかということでございます。すなわち、会社法の観点と金商法の観点とではやはり趣旨、目的が違うと思われるので、ご報告の中で、日本では会社法改正においてバイアウトだけを念頭に置いて議論しているようだというお話がありましたけれども、会社法の観点からその説明というのは全くつかないわけでもないと思うのですが、特に韓国法のあり方ですとか、あるいは、別紙1に掲げられた諸国が、セルアウトとバイアウトの問題について会社法と金商法のいずれの問題として取り扱っているのか、

重畳して規制している国においては、両者の関係をどのように整理しているのかについて教えていただければと思います。

**太田報告者** まず、別紙1ですが、この表自体が、レジュメ24ページに記載しておりますとおり、2007年2月21日付けのEU委員会調査報告書のAnnex 4に基づいて作成されております。その後、そこで法案段階となっていたイタリアとエストニアだけを調べましたので、イタリアとエストニアについてはわかるのですが、イタリアは、基本的には、バイアウトもセルアウトも両方、いわゆる証券取引法の中で規定されているようでございます。エストニアについては詳しく述べても仕方がないのかも知れませんが、レジュメ23ページの脚注59に記載しておりますとおり、バイアウト権の方は商法で記述されている一方、セルアウト権の方は公開買付前置主義を前提に証券取引法で記述されていますので、一部の国では商法と証券取引法とですみ分けているのではないかと思います。

韓国は、公開買付規制前置でないことから明らかなおと、完全に商法の世界の話になっております。韓国でも、ご承知のとおり、日本の金商法に相当する法律が存在する〔補注：かつては証券取引法であったが、2007年の法改正により、現在は「資本市場と金融投資業に関する法律」に統合されている。以下では便宜上「韓国証取法」と表記する〕わけですが、これについてはバイアウト権やセルアウト権といったものは特段定められていないよ

うです。韓国証取法は、藤田友敬先生の論文〔補注：Tomotaka Fujita, *The Takeover Regulation in Japan : Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule*, UT Soft Law Review, No. 3 2011, pp24 を指している。以下、藤田論文として言及する場合は全てこの論文を指している〕の表現に従いますと、恐らく 1990 年以前の日本の状態と同じなのだろうと思うのですが、基本的に 5 %以上の株券等を 10 人超で 60 日間以内だったかと思いますが、それで取得するときには公開買付けが必要であるという建てつけになっているものと理解しております。

**神作委員** バイアウトについての規律だけを会社法に入れる場合には、支配株主等の会社法上の責任や義務を課するという形でバランスをとることによってセルアウトは認めないという形もあり得ると思うのですが、そうすると、韓国の場合、結合企業法は入れないのでバイアウトとセルアウトをセットにしたという理解でよろしいでしょうか。

**太田報告者** 背景までは私も詳らかには存じ上げていないのですが、ただ、韓国の場合少し微妙で、財閥のような場合に「事実上の取締役」概念を法制上正面から認めて、それで財閥がストック・ピラミッドのような形で支配しているのを規律しようとしている部分もあるようです〔補注：韓国商法は、1998 年改正の際に、「事実上の取締役」の概念を明文化し、会社に対する自己の影響力を利用し取締役の業務執行を指示する者、及び経営権を事実上行使する支配株主等を、①会社に対する責任、②第三者に対する責任、及び③株主代表訴訟に対する責任の各規定との関係で取締役とみなし、取締役としての厳しい責任を負わせる旨の規制を導入している〕ので、結合企業法的なものは全く存在しないかというところではないのかも知れないのですが、とりあえず、今回のバイアウト権及びセルアウト権を創設するという手当ては、直接的には結合企業法の問題と余りリンクせずになされているのではないかと推察しております。

どちらかといいますと、今回の韓国商法の改正は、三角合併を解禁したですとか、種類株を大幅に自由化したですとか、まさにわが国が 2006 年の会

社法制定時に行ったのと同様の改正を行っています。従って、その意味では、恐らく、今回の商法全面改正においてバイアウト権制度ないしスキーズ・アウト制度を創設するという話が存在しており、スキーズ・アウト制度を導入するのであれば、セルアウト権制度もあった方がいいのではないかと、という議論の流れなのではないかと推測しております。

**藤田委員** 最初に神作先生が質問された義務的公開買付の導入の話ですけれども、若干ファイナンス的な観点が示されています。①で、強圧的な公開買付をもたらす諸問題への解決策という観点で経済的意義を議論されていますが、ちょっとよくわかりません。義務的公開買付を強圧性に対する対処ととらえるのは、ファイナンスの観点からするとちょっとおかしい気がします。経済学者やファイナンスの人は余りこういう議論はしないと思います。するのでしたら別のタイプの議論をすると思います。

義務的公開買付というのは、タイプによるのですけれども、日本型のものを導入したところで余り強圧性に対する対応にはならないです。日本型ですと、最初は公開買付に応じなかった者に、みんなが応じたことが判明した後でもう一回アプライをするチャンスを与えるとかするとまた話は変わってきますが、単に今のタイプの公開買付規制を義務的にし、例えば3分の2のトリガーを3分の1に落としたって、強圧性への対処にはなりません。ヨーロッパ型の義務的公開買付であれば対処になるというのは、全然作りが違うからです。それは義務的公開買付だからではなくて、事後的にすべての株主に公開買付をかけなくてはならず、かつ価格規制があるからです。だから、義務的公開買付の是非を、「強圧性の対処になるか」という角度から論じるのは、ちょっとおかしいと思います。

義務的公開買付の機能として従来からいわれているのは、口で説明するとこれはとても理解できず、数字を挙げないとだめな議論なのですけれども、直感的な表現でいうと、企業価値を下げるような買収を抑止する機能が——強圧性と無関係に——義務的公開買付にはある反面、逆に企業価値を高めるような買収を阻害してしまう可能性もあって、どっちを重視するかとい

う議論だと思います。Bebchuk の引用されているのではない方の論文があって (Lucian Ayre Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, Quarterly Journal of Economics 957 : 109 (1994))、日本でこの論文がどれだけ共有知になっているかがよくわかりませんが。買収によって新たな支配者になる人、支配権をとった人は、ほかの投資家と同じ条件で株価の上下によって得られる価値 (パブリックバリュー) と、それに加えて、株価には反映しないある種のプライベート・ベネフィットを得る、そしてプライベート・ベネフィットまで買収の利益としてカウントを入れて買収価格を決める。そこで、株価を下げて、企業価値全体も下げてしまうけれどもプライベート・ベネフィットが非常に大きいから、それを丸取りできるなら買収するというふうなシナリオがあり得る。相対取引による支配権取得が可能なら当然それが可能であるが、ほかの株主にも同じ条件でオファーをしないといけなくすると、プライベート・ベネフィットを出さなきゃいけなくなるので、そういうことが防げるというのが悪い買収を防げるというシナリオです。ただ逆にいい買収を妨げるシナリオもあるので、どちらを深刻と考えるかということが決め手だという議論です。それで結論がはっきり出ないからあえて引用されないのかもしれませんが、枠組みとしては、やはりこちら側が基本だと思います。そこを中心に議論されたほうがいいと思います。

**太田報告者** 藤田先生のご論文も拝読させていただいたのですが、レジュメにおいては飯田先生の分析枠組みが私としては得心が行了きましたので、それを基礎にしています。飯田先生の分析枠組みと先生の切り口とでは観点が違っているのかなとも思ったのですが、その辺りは先生の方ではどのようにお考えなのでしょうか。飯田先生の考え方は、日本でいうところの強制公開買付規制ではなくて、ヨーロッパ型の義務的公開買付制度を導入することによって強圧性の問題を解決できるかという問題の立て方だと思うのですが、先生がご論文で述べておられる、今の企業価値の部分は、直接的には日本の強制公開買付規制を前提とした話なのではないかと思っていたのですが……。

**藤田委員** いや関係ありません。私のモデルの中では、日本流の義務的公開買付ルールを想定して数値をつくっただけで、強制公開買付によってプライベート・ベネフィットを他の投資家にもばらまくことを強制することで悪い買収を抑止したり、よい買収を阻止してしまったりするということが生じるのは、日本型を義務的公開買付に限られません。飯田さんも弊害の1つとして強圧性を挙げていますけれども、強圧性というのは義務的公開買付制度とは対応しない弊害なので、むしろ、効率的な買収を妨げるルールになっているか、そうじゃないかというのがより直截の問題提起です。Bebchukの論文も別に日本法を前提にしているわけじゃありませんし。ただ、純粹理論の話で、実態として買収のコストがどれだけ上がるかという判断は出てこないから、決め手にはなりませんけどね。

**神田会長** 最近あちこちでいわれるようになりつつありますけれども、EU型という意味が、義務的というところに昔は重点が置かれていたけれども、そうではなくて、1つは事後であり、退出権である。そこまでは書いておられる。もう1つは、かつ価格規制があるということですよね。ここではどちらを問題提起しておられるのでしょうか。

**前田副会長** セルアウト権については、立法で導入すべきだという見解もあるところですが、セルアウト権を入れるとして、その目的なり趣旨が必ずしも明確でないように思われます。支配権が移転する場面で退出権を与えるというのであれば、一種の会社の基礎的変更に際しての退出の権利として理解できるのですけれども、現在論じられているのは90%というような非常に高い比率でのものですよね。そうしますと、それを根拠づけるとすると、太田先生のご報告にもございましたように、バイアウトとセットにする。つまり、いつ締め出されるかわからないのだから、自分のほうから都合のいいときに退出できるようにする権利を少数派に認めてはどうかということになるのだと思うのですけれども、しかしそれだけであれば、少なくとも上場会社についていえば、市場で売れば済む話ですよ。90%も取られているような状況であれば、特に公正な価格を市場価格と別に考えないといけないと

いうことはないのではないかと思います。

そうしますと、セルアウト権を認めるべきかどうかという議論のポイントは、太田先生のご報告の中にもございましたように、上場廃止の場面で少数株主を保護しなくていいのかということだと思いのです。上場廃止がありますと、株主は大変な影響を受ける。企業の不祥事で上場廃止になっても株主は大変な迷惑を受けるわけですけれども、そのときは少なくとも理論上は取締役責任に責任追及できるのです。恐らく会社の損害は考えにくいので、代表訴訟は使わずに対第三者責任となって、責任追及は容易ではないと思いますけれども、少なくとも理論的に取締役の責任は追及できる。しかし、圧倒的な支配株主が登場したことによる上場廃止については、株主は責任を追及していくところがない。

そして、会社法は、定款による譲渡制限のための定款変更をするときには反対株主に株式買取請求権を与えていますけれども、現実には重要なのは、定款の定めがどうなるかではなくて、事実上、売れる市場があるかどうかということだと思いますので、上場廃止という場面で何か株主を保護するような仕組みがなくていいのか。その保護の仕組みとしてセルアウト権というのは1つの考え得る制度なのだろうと思います。つまり、大株主があらわれたことによって市場性がなくなった。会社の行為を挟んでいませんので、会社に買わせるのは不自然である。そうすると、ついでに支配株主に買わせる。こういう考え方はあり得ると思ってご報告をお聞きしておりました。

**中東委員** 前田先生がおっしゃったように私も考えています。先ほどご説明下さったように、イタリアでは、議決権の90%を取得した支配株主が90日以内に十分な流動性を回復させられない時にも少数株主のセルアウト権は発生するとのことですが、これは上場廃止基準と連動しているのでしょうか。

**太田報告者** イタリア語で書かれた文献を読み解く力がないものですから、英語で書かれた文献までしか追えておらず、申し訳ございません。

前田先生、法制審の会社法制部会でも、最初、バイアウトとセルアウトはセットで議論されていたように思うのですが、セルアウトの議論がだんだん

フェードアウトしていつている気がいたします。これはやはり、セルアウトの方は、上場廃止がなされていない限りは市場で売ればいいではないかということ、だんだん議論の俎上から消えていつているという感じなのでしょうか。

**前田副会長** 明確にそういう議論があったわけではないと思いますけれども、私の理解では、セルアウト権というものについては、目的なり趣旨が明らかではなく、ポイントは先ほど申し上げたように上場廃止というところにあつて、そうであれば、正面から上場廃止に着目した規律を考えるのがいいのかなと私は思つておりました。

**太田報告者** 逆に、藤田先生が、わが国の今後の TOB 法制についてオルタナティブ1と2として書かれている箇所のうち、オルタナティブ1の方で書かれている問題、要するに、現在の全部勧誘・全部買付義務は議決権の3分の2を基準として全部勧誘・全部買付義務が適用される形になっている訳ですけれども、これはTOBを通じて取得を行った場合にしか適用がありませんので、市場買付けや第三者割当てによって取得した場合についても全部勧誘・全部買付義務を拡張していくべきではないのかという問題についてお聞きさせて頂ければと思います。この問題に対するアプローチとしては、今申し上げた、議決権の3分の2を基準とする全部勧誘・全部買付義務をそれらについても拡張していく、というアプローチに基づいて考える方向性と、バイアウト権とセットで考えて、支配株主にバイアウト権があるのであれば、少数株主は地位が不安定になるから、少数株主にはセルアウト権を与えるべきではないかと考える方向性、これら二つの少し異なつた議論の道筋があるのだと思うのですが、前者の、全部勧誘・全部買付義務を市場買付けや第三者割当てにも拡張していく、という考え方については、先生はいかがお考えなのでございましょうか。

**前田副会長** 全部買付義務については、従前から藤田先生がご指摘になつておられますように、現在の規制が公開買付による取得の場合だけの規制になっているのは、中途半端だなという感じを常々持つておりました。市場買

付とか第三者割当てを含めて、どんな形であれ圧倒的に大量の株式が取得された場合には統一的な規律になっているのがよいのだと思います。

**太田報告者** 経済産業省の提案では、バイアウト権の方は閾値が6分の5で、セルアウト権の方の閾値が3分の2になっています。これは、当時の奈須野産業組織課長に直接お聞きしたのですが、奈須野課長は恐らく藤田先生と問題意識が同じで、基本的には全部勧誘・全部買付義務の拡張という方向性の発想をしておられまして、そのために、閾値を現在の TOB 規制における全部勧誘・全部買付義務のそれと合わせて「3分の2」とする形で提案されたとのこと。ある意味で経済産業省がこのような提案をされたというのはかなり画期的なことですので、私自身は、それに乗る形で、今回、このセルアウト権についても手当てするということもあり得るのかなと思っていました。従って、今、どうやらバイアウト権の方だけになりそうな状況だというのは、やや不思議な気持ちがしていたのですが。

**中東委員** 私もその点、不思議であると思っています。自分も参加させていただいてお伺いするのも恥ずかしいのですが、太田先生が資料3で挙げて下さっている「会社法制部会資料11」が検討されたときには、新たな親会社（支配株主）が現れた場合として認められる場合の要件をどうするのか、あるいは現れ方の問題として、例えば第三者割当なのか、公開買付を使わない買付なのか、いろいろ議論されていたと思います。ところが、「会社法制部会資料15」では、セルアウトは10分の9以上に限定して議論がされているようでもありますが、これはどうしてだったのでしょうか。

新たに支配株主現れた場合、あるいは、支配株主が変わった場合について、太田先生のご報告にもありましたように、部会でも、意見がなかなかまとまらなかったという記憶はあります。だからといって、そのままなくなってしまったのは不思議な感じもしているのですが、先生方はどういう認識をお持ちなのでしょう。

**神田会長** どうなんですかね、その場にいた人はこの場にもたくさんいらっしゃいますけれども。私の印象では、前田先生のおっしゃったことにも関係

しますけれども、趣旨が何なのかという質問とか、あるいはニーズはありませんねという発言もあって、他方、こういう制度もあったほうがいいんじゃないですかというほうからは、公開買付けと組み合わせるのかどうかを含めてもっと議論しましょうという方向に議論は流れて行って、何かそれ以上いかないうちに時間切れになったという感じです。この論点だけではないと思いますけれども、そういう形でいわば時間切れになった感があります。ただ、これでまだ終わりではありませんから。中間試案というのはあくまで第一ステップですので、それに対する意見を踏まえて、セルアウトも合わせてという議論は当然出てくる余地はあると思います。

**松尾委員** ちょっとほかの点について幾つか申し上げたいと思います。まず、8ページ以下のPTS取引については、これは立法論の話だと思いましたが、そもそもPTSというのは、金商法80条1項で取引所金融商品市場の開設には免許が必要だということに対する同条2項の例外に当たるものとして、特例的に認可で認められていまして、平成16年証取法改正のときに競売買の方法（金商法2条8項10号イ）を入れたときに、取引所とどう区別するのかということと売買高という量的基準で差をつけたという経緯があります。ですから、あくまで取引所との境目をどうするかという立法論にかかわる問題です。

取引所や店頭売買有価証券市場に対する規制と比べてみますと、現状のPTSの規制はやはり緩やかといわざるを得ないところがあります。強制公開買付規制の適用の面でPTS取引を取引所金融商品市場や店頭売買有価証券市場における取引と同等の扱いをするのであれば、現行でも規則変更の認可制等は定められています（金商法31条6項）が、取引所や店頭売買有価証券市場についてはルールづくりが全部金融庁の認可対象になっていますので、それぐらいの規制を入れないと同等性を確保できないのではないかと思います。したがって、元立案担当者としては、少なくとも当局が立法論として考える場合には、現在のままでPTSを強制公開買付規制の適用除外にするのはいかなるものかなと考えるのではないかと思います。

次に、均一性については、立法論ではなくて解釈論として議論されています。解釈論としては、条文に「均一性」というがあるので、それを前提とせざるを得ないので、否定説というのは困難ではないかと私は思っています。否定説をとるのであれば、藤田先生のように別の公開買付けだと考えるというのであれば可能だと思いますが、同一の公開買付けと考えながら否定説をとるのは、解釈論としては困難ではないでしょうか。あと、全部公開買付義務だけどうかというのも解釈論としては困難と思います。私は文理重視で、金融庁は実質重視という解釈手法の違いはありますが、この論点については実質で考えるのはある意味でやむを得ない実務上の知恵といわざるを得ないので、私も実質で考えざるを得なくて、私はストック・オプションの1円でも実質的に均一であるというふうに考えれば足りる、ちょっと苦しいのは事実ですけども、実務的な知恵としてそういうふうに考えております。

あと、19 ページにおける対価の種類ということについては、金商法施行令の8条3項ただし書の解釈として、対価の種類の一貫性を要求する規定は存しないとありますけれども、これも文理上は困難ではないかと思っています。なぜかといいますと、これはただし書ですから、本文の適用があるのを前提として例外を定めているという位置づけで、直前の8条2項を見ますと、対価がどうであるということは、買付け等の価格にかかわるものというふうに整理をされているように見えます。ですから、8条3項本文ではそういう2項の考え方を前提にして対価にかかわることも均一性に入ってくるが、ただし、対価の種類がこうこうこういう場合はこれでもいいということと解釈されます。文理上もし例外と考えないのであれば、「ただし」ではなくて「この場合において」とか、法制局的で恐縮ですけども、そういう書き方になると思いますので、これも解釈論としてはちょっと困難ではないかと思えます。

ただし、私は肯定説を否定しているわけではありません。文理を理由にするのではなくて、同様にちょっと苦しいのですけれども、ここも実質的に合理的同一性を勘案して解するしかないと考えております。他社株府令第2号様

式の記載上の注意（6）eでは株券等の種類に応じた公開買付価格の価額の差が想定されており、同（6）dでは有価証券等を対価とする場合において当該有価証券等の種類の存在が想定されています。この府令は、法律や政令があつての府令であつて、法律や政令の範囲内でここに解釈が示されているという前提で何とか解そうとしているのかなと思っております。

**太田報告者** 今のところで1点確認させて下さい。レジユメの18ページの最後の3.のところですが、これは一応、対価の種類の話をしていますので、例えば、自社株対価TOBを行うときに、対象会社が新株予約権や新株予約権付社債を出していた場合に、対象会社の株式を保有している人については買収者の株式を対価として交付すればいいわけですが、買収者がたまたま新株予約権ですとかCBとかを今まで出していなくても、対象会社の新株予約権者に対しては買収者の新株予約権を、対象会社のCBの保有者であれば買収者のCBを、それぞれ交付するというように、必ず対価の種類も対応させなければいけないという趣旨でございますか。それもどうかと思うのですが。

**松尾委員** そこはまた解釈の幅のところだと思いますけれども、要は法律や政令の範囲内で、対価についても、対価の種類の一貫性というか実質的一貫性というか、合理的な実質的一貫性というものであれば許容範囲だという解釈は合理的に可能ではないかと思えます。文理上はやや苦しいことは間違いないのですが、実務上の知恵としてそう解することは可能ではないかと思えます。

**太田報告者** それは「同一性」の意味合いということなのではないでしょうか。株式と新株予約権とは違うとしかいいようがありませんので、それらについて実質的に同一というのは流石に解釈の限界を超えているのではないかと思うのですが。

**松尾委員** そういふのであれば法令改正するしかないですよ。金融庁に、できれば解釈論で対応したいのだけれども、それは解釈論の限界を超えてもできないので、立法論でお願いするしかないことになってしまいます。実

務で割り切って解釈論で対応するというふうに結論づけるか、その結論はおかしいので法令改正するべきだと要望するか、どちらかだと思います。ここはもともと苦しいわけです。「均一性」と条文に規定されていますので。

**藤田委員** なぜ複数説をとってはだめなんですか。それで全部解決できると思うんですけども。

**松尾委員** そうなのですけども、私はどうも……。

**藤田委員** 嫌いなのは知っていますが、立法を要求するより、よっぽど簡単だと思いますよ。

**松尾委員** そうなのですけどね。それはどうも踏み込めないわけです。

**太田報告者** 私は複数説がいいと思っています。

**藤田委員** 複数説かどうかはともかく、基本的に太田先生の立場は私と余り変わらないと思うのですが、均一性というのも、種類が違ったら対価が違うのは当然で、それは実質的な均一性から導くかどうかはともかく、全部公開買付を課したのに、だれも応じるインセンティブがないような公開買付をやっておいて、それで義務を果たしたというのはだめでしょうという観点から、趣旨というのは多分そういうことだと思います。そういう観点からすると、最低限どの程度の対価をオファーしなきゃいけないかという問題が出てきて、太田先生は、プレミアムもある程度平等にしなきゃいけないような考慮まで持ち込んでおられます。

私たちが座談会をやったときに、ディスカウントだとだめだといったのは、ディスカウントTOBが一般的にはいいのはともかくとして、ほかの株主にとって応じるインセンティブがあるようなものじゃないとだめだという趣旨で申し上げていて、したがって、あの座談会でいわれている趣旨というのはもうちょっとレベルが低いと思うのですね。ですから、実質的なプレミアムの公平性まで全部公開買付の義務を課したということから要求されるのか、最低、応じて損しないレベルじゃないとだめというレベルにしかならないのか、そのあたりはどちらなのでしょう。ちょっと太田先生は厳しいなというイメージもあったんですけどね。

**永井オブザーバー** P T Sについて松尾さんからコメントがありました。私どもでは、C h i - X（チャイエックス）という名前でグローバルにP T Sを営んでおりまして、今、日本では取引所外取引の2%ぐらいのシェアの取引にすぎません。松尾さんのコメント通り、どうやって市場のモニタリングをしていくかが大事であるということについては異論ありません。しかし、例えばアメリカの市場を見てみますと、N Y S Eに上場している株式の取引がN Y S Eでどれぐらい行われているかという、現在ではもはや4割ぐらいというのが現状です。5年前は約8割がN Y S Eで取引されていました。

では、シェアが下がっていることによって売買高はどうなったかといえば、N Y S Eでの取引高はほとんど変更なく、結局、総売買高は2倍に増えているというのが現状です。取引所に代替する取引の場、A T S（米国ではP T Sではなく Alternative Trading System と称されるのが一般的）による取引が提供されることで流通量は拡大した、すなわち、流動性が増大したことをご認識いただきたいと思います。取引所でないと取引をしてはならぬというような先ほどのご意見ですと、取引所集中義務が今もそのまま存続しているようなご発言ですが、もうそうではないというのが、グローバルな現状であるのご理解いただいた上で、規制のあり方を考えていただきたいと思います。

P T Sという代替取引市場の発展を考え、グローバルな国際競争の中で、市場間の取引競争をいかに促進させ、流動性を向上させていくかを考えなければ、海外との競争に日本が立ち遅れてしまいます。少し懸念を覚えたので、この点は指摘させていただきたいと思います。

**太田報告者** 先生方に1点お伺いさせて下さい。どのみち立法論の話なのですが、TOB 規制における5%基準というのは本当に維持する必要があるのでしょうか。ある種の歴史的遺産であって、3分の1ルールと3分の2ルールだけでも十分なのではないかという気がかなりしているところなのですが。この、本当に5%基準は必要なのかという点についてはいかがでしょうか。

**前田副会長** 5%基準のほうの義務的公開買付の趣旨が何かということだと思っておりますけれども、私の理解では、不特定多数の者から買うということになると、ちょうど募集・売り出しの反対向きで、いわば購入圧力のようなものがかかる。そのような圧力から一般投資家を保護しようということが趣旨なのではないでしょうか。そうすると、先ほど松尾先生のご指摘にもありましたように、流動性さえ確保されていればそれでいいのかという懸念があるように思われます。つまり、厳格な自主規制のある取引所を抜きにして、購入圧力のようなものから保護される仕組みが確保されるのかということが実質的に重要なことではないかと思いました。

**神田会長** 今ある規制は、藤田さんがローレビューにも書いているように、ややこしいところまで来ちゃっているので解きほぐすのが大変なのですけれども、歴史的にいうと、永井さんのおっしゃったような話は、本来、5%ルールというよりは3分の1ルールを廃止すべきだという議論なのですよね。それは一時期、非常にいわれたし、賛同する意見も強かったのですけれども、ちょっと別の理由で……。ですから、3分の1ルールを廃止しても、例えばヨーロッパ型のルールを入れるというのは1つの選択肢なのですよね。その場合には恐らく、不特定多数5%、そして他方でヨーロッパ型の退出権。そうすればきれいなのですよね。ですが、逆に3分の1ルールは残しておきます、取りに行くものを公開買付けをやれというのを残しておいて、3分の2を擁護しながら5%をやめても、藤田さんが指摘している美しくない部分は解決しないのですよね。ですから、どういうふうに行くのかというのは、来るところまで来ちゃっていて、今で絶対に困っているわけではないのでしょうけれども、どっちへ行くべきかというのは簡単ではないということなのではないでしょうかね。やはり日本型3分の1ルールを入れたということが大きな転機になっていると思いますけどね。ですから、そこについての方向感を持たないと、それ以外のところをあれこれしても、やや的外れているとはいうと言い過ぎかもしれませんが、ほやけてしまうような感じがします。

**中村委員** 余り本筋の議論のところではないんですけども、最後のところで太田先生が、海外で自社株対価TOBをやる場合に、日本の投資家が紛れ込んでいた場合の対応方法について、届出という観点ではそうなのかなと思いつつ、そうすると、日本の投資家が外国会社の株主としている場合、日本の公開買付規制の適用についてはどう考えるのか。この関係について考えておられたらお考えをお聞きしたいなと思いました。

**太田報告者** そのような考えがちらっと頭をかすめないでもなかったのですが、そこまで深く考えておりませんでした。今先生のお話を伺うにつけ、それは問題になってきそうな気がしております。

今の中村先生ご指摘のところは、日本に在住する株主が1人とかそういうことであればともかく、10人を超える場合には、日本の公開買付規制もやはり問題になり得ると考えるべきなのではないでしょうか。〔補注：研究会の間では以上のとおり発言しているが、その後、改めて考えてみると、わが国で有価証券報告書を提出していない外国会社の株券等については、当該外国会社の株主にわが国に居住する投資家が含まれているか否かに拘わらず、いずれにしろTOB規制の適用はない（金商法27条の2第1項参照）ので、問題となるのは、当該外国会社がわが国で継続開示規制に服している場合のみである。もっとも、この点については、ダイムラーとクライスラーとの統合の際に、ダイムラー・クライスラーAGがわが国でダイムラー・ベンツAGの株券等についてのexchange tender offerを行った際、わが国で公開買付届出書を提出しているの、そのような場合にはわが国でも公開買付規制に服すると考えることになりそうである〕

**神田会長** 松尾さん、最近、論文書いておられたでしょう……。

**松尾委員** ご指名ですので簡単に申し上げますと、東京大学法科大学院ローレビュー第6巻に「金融商品取引法の国際的適用範囲」という論文を書いたのですが、その論文では、残念ながら、ご指摘の日本の投資家が日本の取引所に上場している外国会社の株主である場合については、明示的には言及しておりません。結論的には、曖昧で申し訳ありませんが、「適用され得る」

ということだと思えます。

**神田会長** ほかにいかがでしょうか。——そうしましたら、そろそろ時間かと思えますので、よろしゅうございましょうか。本日は、太田委員には、大変勉強になるご報告をありがとうございました。

次回の報告予定は川口先生ですけれども、本日はご欠席ということもありまして、恐縮ですがまだ日程調整ができておりません。それで、至急メール等で川口先生とも連絡をとった上でさせていただきたいと思えます。従来の予定からいけば1月の中旬から下旬ということになるのですが、調整がつかないとそれより後になることもあり得るかと思えます。

それでは、以上をもちまして本日の研究会を終了します。どうもありがとうございました。

2011年11月30日(水)

第5回 金融商品取引法研究会  
公開買付規制を巡る近時の諸問題

西村あさひ法律事務所  
弁護士・NY州弁護士  
太田 洋

I EU型の義務的公開買付制度をわが国でも導入すべきか<sup>1</sup>

1 問題の所在

- ※ EU型の義務的公開買付制度(資料1)における退出権のコンセプトをわが国でも導入すべきか?
- ※ 退出権のコンセプト: 支配権が異動した(する)際に、買収者に全株式に対する公開買付けを義務付けて、少数株主が会社から退出する機会を与えること  
→ EU型では、支配権異動の原因は、株式の相対売買であるか、市場売買であるか、第三者割当増資であるかを問わない

【退出権制度導入論の理論的根拠として言及されるファクター】

- ① 強圧的な公開買付けが引き起こす諸問題への解決策になるというもの(藤縄<sup>2</sup>、中東<sup>3</sup>ほか)
- ② 支配・従属関係成立後に従属会社の少数株主を事後的に救済することは困難であるので、支配・従属関係の形成段階で従属会社の少数株主の保護を実現すべきであるというもの(奈須野<sup>4</sup>、大杉<sup>5</sup>)
- ③ (上記①のコインの裏側の議論であるが)これを導入することで買収防衛策が不要となるというもの(藤縄、中東ほか)

<sup>1</sup> 本項の検討は、その多くを飯田秀総「公開買付規制の改革—欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか—」旬刊商事法務1933号(2011)14頁以下(資料7)に負っている。

<sup>2</sup> 藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール—ライツプラン型防衛策の導入は正しかったか—」旬刊商事法務1818号(2007)18頁及び22頁参照。

<sup>3</sup> 中東正文「企業結合法制と買収防衛策」旬刊商事法務1841号(2008)48頁参照。

<sup>4</sup> 奈須野太「経済産業省意見『今後の企業法制の在り方について』」旬刊商事法務1906号(2010)49頁参照。

<sup>5</sup> 大杉謙一教授執筆に係る2010年4月14日付け日本経済新聞朝刊「経済教室」参照。

- わが国の現行法下での強制公開買付規制<sup>6</sup>の問題点は何か？退出権制度の導入はその問題に対処するために果たして適切な解決策なのか？
- 少数株主へのセルアウト権付与（及び支配株主へのバイアウト権付与）制度との関係は？

## 2 強圧性の問題を解決するために義務的公開買付制度が必要か

### (1) 強圧性の問題

	(a)価値減少型	(b)価値上昇型の TOB
株主 A の現在の評価	: 100	100
他の株主の現在の評価	: ? (40/60/100/120)	?
TOB 価格	: 90	130
TOB 後の株式価値	: 50	110

- ※ 実証研究 (Bradley<sup>7</sup>, 井上光太郎<sup>8</sup>) によれば、一般に、TOB 後の株式価値は TOB 価格よりも低くなる傾向がある
- ※ 上記の設例についてのゲームの解 (完全ベイジアン均衡) = 「応募」
  - これが公開買付けの強圧性の問題
  - 部分買付けの場合だけでなく、全部買付けの公開買付けにおいても存在
  - しかしながら、価値上昇型の TOB が問題することは問題ないので、強圧性が問題となるのは、価値減少型の TOB が成立してしまう点
  - 従って、価値減少型の TOB の成立を防止し、価値上昇型の TOB についてはこれを阻害しないルール形成を目指すのが立法政策論としては妥当
  - ← このような考え方に対しては、「効率的資本市場仮説の下では、買収対象会社株主の企業価値の評価は、市場価格という形で他の株主に伝達されている」はずであり、価値減少型の TOB が成立する余地はおよそ存在しないの

<sup>6</sup> 強制公開買付規制の趣旨については、統一的に説明はできず、当該規制は、①株券等の保有者への同一条件での売付け機会の確保と必要な情報開示の確保 (5%基準)、②支配権プレミアムの均霑 (3分の1ルール)、③特定の株主の支配権掌握後における少数株主の地位の不安定性の解消 (3分の2基準)、④企業買収者間の公平確保 (他者の公開買付期間中における強制公開買付規制) といった複数の趣旨に基づく複数のルールの集合体であると考えざるを得ない (長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務』(商事法務、2010) 4頁参照) であろう。

<sup>7</sup> See Michael Bradley, *Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control*, 53 J. BUS. 345, 362-65 (1980).

<sup>8</sup> 井上光太郎「TOB (公開買付け) と少数株主利益」旬刊商事法務 1874号 (2009) 34頁参照。

- ではないか（星<sup>9</sup>）とする疑問もある
- しかしながら、少なくとも短期的には市場価格が「正しい」という保証は全くない（新情報が開示基準を充足して開示されるまでの間にはタイムラグが存在するし、市場価格は minority discount を含んでいる可能性もある）

## (2) 解決策

- ※ 「公開買付けの成立（支配の変動）の是非に関する賛否」と「公開買付けが成立した場合に応募するか否かの意思表示」とを分離：
- ① Bebchuk<sup>10</sup>： 公開買付けに応募するかどうかという意思表示と、公開買付けの成立に賛成するかどうかという意思表示の 2 つを別々に、しかし同時に、対象会社株主に行わせるという方法を採用する
  - ② Hannes & Yadlin<sup>11</sup>： 先に公開買付けに応募するかどうかだけを意思表示させて、その応募総数の結果を公表してから、当該公開買付けに賛成するかどうかを意思表示させる方法を採用する（←按分の不確実性の解消、新情報の学習の機会の付与）
  - ③ 追加応募機会（延長期間）を付与する方法  
全部買付けの場合：イギリス・ドイツに似たルールを採用  
部分買付けの場合：以下の方法で強圧性を排除（田中亘<sup>12</sup>）
    - i) 買収手法としては、市場における買占めでなく、公開買付けを選択
    - ii) 買付予定株券等の数を、対象会社の発行済株式総数の 51%とする。それ以上の応募があっても、買付予定数を超えて買い付けることはないものとする。また、逆に、買付期間中になされた応募数が買付予定数に満たないときは、応募株券等の全部を買い付けないこととする
    - iii) 買付期間中に買付予定数以上の応募があったときは、公開買付期間を一定期間（例えば 10 日間）延長する（公開買付開始公告において、事前にこのようなことをすることを予告しておく）。そして、当初の買付期間と延長期間の応募分について、平等の条件で（按分比例の方法で）買い付けることにより、対象会社の発行済株式総数の 51%を取得する

<sup>9</sup> 星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか—会社支配権市場の規律的效果とその誘因」ジュリスト 1326 号（2007）136 頁脚注 34 参照。

<sup>10</sup> See Lucian Arye Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 Harv. L. Rev. 1695, 1747-64 (1985) .

<sup>11</sup> See Sharon Hannes & Omri Yadlin, *The SEC Regulation of Takeovers: Some Doubts from a Game Theory Perspective and a Proposal for Reform*, 25 Yale J. on Reg. 35 (2008) .

<sup>12</sup> 田中亘「買収防衛策の限界を巡って—ニッポン放送事件の法的検討—」金融研究 26 巻法律特集号（2007）29 頁参照。

- ④ 少数株主に対するセルアウト権の付与（中東<sup>13</sup>）
  - 公開買付けに応募しないインセンティブを与えることになるし、部分買付けを禁止する必要がないのにこれを禁止することになる点で過剰規制の問題がある
- ⇒ 強圧性の問題によって、価値減少型の公開買付けが成立してしまっている実態が現実に存在しているのであれば、上記①乃至③を立法的に手当てすることが考えられる
- ⇒ もっとも、価値減少型の公開買付けは買収防衛策の発動によって阻止し得る（また、現実にも阻止されている）のであれば、この問題のみを捉えて取替えて立法的な手当てを講じるまでもないとも思われる

### 3 従属会社の少数株主保護のために義務的公開買付制度が必要か

#### (1) 退出権制度による保護の必要性

- ※ 問題として意識されているのは、支配株主の機会主義的行動・従属会社財産の収奪の問題

#### (2) 事後的な救済には限界があるという議論は正しいか

- ※ 事後的な救済には限界があるので退出権制度を創設すべきという議論（前掲・大杉ほか）
  - 独立当事者間取引の基準は幅がある概念であり、違反を立証することは困難
  - 事後的な救済手段が完璧に機能することは、事柄の性質上考えにくい
  - 従って、事前に退出権を与えるべき、というロジック
- ※ しかしながら、事後的な救済には限界があるからといって、直ちに退出権制度を導入すべしということにはならないのではないか？（飯田） ～資料7参照
  - ① 事後的な救済が機能しない可能性は支配株主の交替の場合だけでなく取締役の交替の場合にも生じ得るのではないか
  - ② 事業方針の大幅な変更や支配株主の消滅（株主構造の分散化）の場合にも退出権を付与しないと首尾一貫しないのではないか

<sup>13</sup> 例えば、中東正文「企業結合規制と買収防衛策」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』（商事法務、2009）109頁参照。

- 後述する退出権制度創設の「コスト」にも鑑みれば、少数派代表監査役、従属報告書、特別検査、企業集団の内部統制システム、注記表による開示等を通じた従属会社株主の保護が機能しない場合に初めて退出権制度を創設すれば足りるのではないか（高橋英治<sup>14</sup>）
- 米国では、「支配株主の少数株主に対する忠実義務の法理」が判例法上確立しているために、強圧性に対処するための買収防衛策が機能していることと併せて、欧州型の義務的公開買付制度（退出権制度）が存在しなくとも特段の問題が生じていないのではないか

### (3) 退出権制度創設の「コスト」の問題

※ 退出権制度を導入した場合には、買収者が全株式を買い付けるのに十分な資金コストを負担できない場合には企業買収を実行しないということになってしまい、問題（特に、わが国では、被買収会社側で買収を受け入れる条件として上場維持が挙げられることが多い点を考慮すべき<sup>15</sup>）

- もっとも、「株券等所有割合」が3分の2以上となるような公開買付けが実施される場合には、現行法の下でもそもそも全部勧誘・全部買付義務が課されているのであるから、かかる場合には、少数株主保護のために少数株主にセルアウト権を付与すること等は考え得るのではないか
- 少なくとも、現在、実務上は、支配株主が総株主の議決権の90%を掌握したような場合には、全部取得条項付種類株式を利用する等の方法により、支配株主が少数株主をスクィーズ・アウトすることが可能となっているのであるから、そのこととの均衡からも、支配株主が総株主の議決権の90%を掌握したような場合には、少数株主にセルアウト権を付与すべきではないか

## 4 少数株主へのセルアウト権付与について

### (1) 日本レップに対する少数株主の株主提案事件（2011）

- 完全子会社化のための TOB の後、スクィーズ・アウトが行われなかった事案において、少数株主が全部取得条項付種類株式を用いたスクィーズ・アウトを提案

<sup>14</sup> 高橋英治『企業結合法制の将来像』（中央経済社、2008）164－184頁参照。

<sup>15</sup> 例えば、パナソニックによる三洋電機の買収に際しても、三洋電機側は、買収受入れの条件として、「上場維持」に強くこだわったと報じられている（2009年6月27日付け大阪読売新聞朝刊8面参照）。なお、穴戸善一＝新田敬祐＝宮島英昭「親子上場をめぐる議論に対する問題提起－法と経済学の観点から－〔中〕」旬刊商事法務 1899号（2010）7頁では、アメリカに比して、日本では人材採用の面など上場していることのメリットが大きいと指摘されている。

した事例 ～資料5・6参照

- 株主提案自体は支配株主の反対投票により否決
- このような例では、少数株主にセルアウト権を付与する実益がある一方、上場維持にこだわる被買収会社を対象とする M&A が行われなくなるといった弊害も特に考えられないので、一定の範囲で少数株主へのセルアウト権付与は措置すべきではないか

## (2) TOBの結果として対象会社が上場廃止となった場合における少数株主の保護

- 現在の全部買付・全部勧誘義務の制度では、TOBの結果として対象会社が上場廃止になるような場合には当該 TOB に応じなかった株主が保護されないので、TOB 成立後の短期間、追加的に応募できる期間を設けるべきではないかとする見解（飯田）もある<sup>16</sup> ～資料7参照

## (3) 比較法

### 【EU 諸国】

- ※ 支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権とがセットで存在
- ※ 英・仏・伊を始めとして、公開買付前置主義（例えば、英ではバイアウト権及びセルアウト権の行使は公開買付期間終了後 3 ヶ月以内に限られている）を採る国が多い（もっとも、独などでは公開買付前置主義は貫徹されていない）
- ※ なお、EU 諸国におけるバイアウト権及びセルアウト権に関するトリガー割合については別紙1参照

### 【韓国】（欧州型の義務的公開買付制度＝退出権制度は存在しない）

- ※ 2011年3月11日可決、4月14日公布の改正商法（施行は2012年4月15日の予定）により、①支配株主による少数株主保有株式の強制売渡請求権制度（バイアウト権制度）及び②少数株主の支配株主に対する保有株式買取請求制度（セルアウト権制度）が創設
- 具体的には、会社の発行済株式総数の95%以上を自己の計算で保有している株主（支配株主）は、会社の経営上の目的を果たすために必要な場合には、株主総会において取得価額の算定根拠や適正性に関する公認された鑑定人の評価等に関する説明を行い、株主総会において承認を取得すること等を条件

<sup>16</sup> なお、後掲の、イタリアにおける「支配株主が90%以上の議決権を取得したときに、90日以内に流動性の回復ができなかった場合には少数株主にセルアウト権が付与されるとの制度」も参考になる。

として、会社の少数株主に対してその保有する株式の売渡を請求することが可能に（かかるスクィーズ・アウト制度の導入により、95%以上を保有する支配株主は、少数株主をキャッシュ・アウトして会社を完全子会社化することが可能に）<sup>17</sup>

- また、これに対応して、少数株主も、会社の発行済株式総数の95%以上を自己の計算で保有している株主（支配株主）に対して、自己の保有する株式につき、いつでもその買取りを請求できることに<sup>18</sup>
- このような支配株主のバイアウト権及び少数株主のセルアウト権のいずれに

<sup>17</sup> 改正韓国商法第360条の24（支配株主の売渡請求権）

1項： 会社の発行済株式総数の100分の95以上を自己の計算で保有する株主（以下この款において「支配株主」という。）は、会社の経営上の目的を果たすために必要な場合には会社の他の株主（以下この款において「少数株主」という。）にその保有する株式の売渡しを請求することができる。

2項： 第1項の保有株式の数を算定する場合には親会社と子会社が保有した株式を合算する。この場合、会社ではない株主が発行済株式総数の100分の50を超過する株式を保有する会社が保有する株式もその株主が保有する株式と合算する。

3項： 第1項の売渡請求をする場合にはあらかじめ株主総会の承認を受けなければならない。

4項： 第3項の株主総会の招集を通知する場合には次の各号に関する事項を記載しなければならない。売渡しを請求する支配株主は株主総会でその内容を説明しなければならない。

- 一 支配株主の会社株式の保有状況
- 二 売渡請求の目的
- 三 売買価額の算定根拠と適正性に関する公認された鑑定人の評価
- 四 売買価額の支払保証

5項： 支配株主は売渡請求の日の1ヶ月前までに、次の各号の事実を公告して、株主名簿に記載された株主と質権者に各別にその通知をしなければならない。

- 一 少数株主は売買価額を受領と同時に株券を支配株主に交付しなければならない旨
- 二 交付しない場合は売買価額を受領し又は支配株主が売買価額を供託した日に株券は無効となる旨

6項： 第1項の売渡請求を受けた少数株主は売渡請求を受けた日から2ヶ月のうちに支配株主にその株式を売り渡さなければならない。

7項： 第6項の場合、その売買価額は売渡請求を受けた少数株主と売渡しを請求した支配株主との協議で決定する。

8項： 第1項の売渡請求を受けた日から30日以内に第7項の売買価額に対する協議が成立しない場合には、売渡請求を受けた少数株主又は売渡請求をした支配株主は裁判所に売買価額の決定を請求することができる。

9項： 裁判所が第8項により株式の売買価額を決定する場合には会社の財産状態とその外の事情を考慮して公正な価額を算定しなければならない。

<sup>18</sup> 韓国改正商法第360条の25（少数株主の買受請求権）

1項： 支配株主が存在する会社の少数株主はいつでも支配株主にその保有株式の買受けを請求することができる。

2項： 第1項の買受請求を受けた支配株主は買受けを請求した日を基準として2ヶ月のうちに買受けを請求した株主からその株式を買い取らなければならない。

3項： 第2項の場合、その売買価額は買受けを請求した株主と買受請求を受けた支配株主との協議で決定する。

4項： 第2項の買受請求を受けた日から30日以内に第3項の売買価額に対する協議が成立しない場合には、買受請求を受けた支配株主又は買受請求をした少数株主は裁判所に対して売買価額の決定を請求することができる。

5項： 裁判所が第4項により株式の売買価額を決定する場合には会社の財産状態とその他の事情を考慮して公正な価額を算定しなければならない。

についても、公開買付けの前置は要件とされていない（改正商法上公開買付けの前置が義務付けられていないのみならず、わが国の金商法に相当する資本市場法においても公開買付け前置を義務付ける旨の規定はない）

- その結果、バイアウト価格及びセルアウト価格に関する実体法的な規制も存在せず、最終的には、組織再編の場合の株式買取請求権制度と同様、裁判所が「公正な価格」を決定する仕組み

## 5 市場取引のみによる支配権取得及び第三者割当増資による支配権取得と強制公開買付規制

※ これ自体、非常に大きな問題であるので、今回は取り上げない

## II PTS 取引に対する強制公開買付規制の適用の是非（市場内取引に強制公開買付規制を適用しないことの是非）

### 1 問題の所在

※ JSCC の清算対象となったことによる決済リスクの減少、（東証がアローヘッドを稼働させたことに伴う）HFT の拡大、SOR の導入等により、PTS の取引高が急速に拡大（2010 年には年間ベースの取引高が約 3 兆 1356 億円に達し<sup>19</sup>、過去最高に。また、2010 年 12 月の月間取引高が約 4,856 億円であったのに対し、2011 年 6 月には月間取引高が初めて 1 兆円の大台を超え、その後 9 月まで継続して 1 兆円台をキープしている<sup>20</sup>）

- PTS 取引に強制公開買付規制の適用があることが取引拡大のボトルネックに
- 具体的には、金商法は、取引所金融商品市場外で株式を取得し、持株割合を 5% 超とする場合には、10 名以下の著しく少数の者から取得する場合を除いて TOB の実施を義務付けている（金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号、金商法施行令 6 条の 2 第 3 項）ところ、PTS 取引（金商法 2 条 8 項 10 号）は「取引所金融商品市場外取引」と整理されているため、機関投資家が PTS を通じて保有銘柄の買増しを行い、11 名以上の投資家の売り注文と対当して結果

<sup>19</sup> 取引所銘柄取引合計に占める PTS 取引の割合は 0.788%。

<sup>20</sup> 2011 年 9 月の月間取引高は約 1 兆 2,429 億円、取引所銘柄取引合計に占める PTS 取引の割合は 4.012%。概ね大証の現物株取引の規模に匹敵。なお、名証、札証、福証、東京 AIM はそれぞれ 1% ない。

的に持株割合が 5%を超えた場合には、TOB 規制に違反する結果となる。  
これに対して、同じような取引を取引所市場内で行えば、事後的に株券大量  
保有報告書を提出することは必要だが、TOB 規制上の問題は生じない

→ このことが機関投資家による PTS 取引の利用が進まない一因となっている  
のではないかとの指摘がある<sup>21</sup> ～資料 8 参照

## 2 分析と検討

※ 市場内取引に強制公開買付規制が適用されない理由は、一般に、市場内取引が  
「①誰でも参加できる公開の取引であり、②競争売買により取引価格が形成さ  
れ、③取引数量および価格が公表され取引の透明性が一定程度確保されていると  
考えられる」からであると説明されている<sup>22</sup>が、そうであるとすれば、一定の  
PTS 取引（「取引所金融商品市場外取引」と整理）についても、強制公開買付規  
制を適用しなくともよいのではないかと<sup>23</sup> ～資料 9 参照

→ なお、PTS にも様々な形態があり、①売買立会類似の方式を採用しているも  
の（具体的には、i) 競売買の方法を採用しているもの、ii) 顧客の提示した  
指値が相手方となる他の顧客の提示した指値と一致した場合に当該指値を用  
いる方法を採用しているもの、iii) マーケットメイク方式を採用しているも  
の、の 3 種がある）と②立会外取引類似の方式を採用しているもの（具体的  
には、i) 取引所金融商品市場における売買価格を用いる方法や ii) 顧客間の  
交渉に基づく価格を用いる方法等がある）とに分かれる。問題は相手方の人  
数を管理できない①の方式による PTS（しかも現在はこちらが圧倒的に多  
い）

→ もっとも、①についても②についても気配・約定価格の公表義務あり

### 【立法論】

イ PTS 取引全体について一定の場合に強制公開買付規制の適用を排除する方法  
A 説：（一定の流動性が確保されている PTS 業者による PTS を通じて行われ  
る取引に関しては）強制公開買付規制の適用を全面的に排除する

→ ライブドア＝ニッポン放送事件のような脱法事例が起きかねない  
ことを考慮すると、少なくとも金商法 27 条の 2 第 1 項 2 号乃至 5  
号との関係では強制公開買付規制の適用は必要ではないか

<sup>21</sup> 大崎貞和「PTS 取引と TOB 規制」野村総合研究所内外資本市場動向メモ 169 号（2011）2 頁。

<sup>22</sup> 神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部＝川村和夫編集『注解証券取引法』（有斐閣、1997）256 頁。

<sup>23</sup> 証券法研究会編『金商法体系 I 公開買付け（1）』（商事法務、2011）254 頁。

B 説：（一定の流動性が確保されている PTS 業者による PTS を通じて行われる取引に関しては）金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号（5%ルール）との関係では適用対象外と整理しつつ、2 号乃至 5 号（3 分の 1 ルール）との関係では適用対象とする<sup>24</sup>

C 説：（一定の流動性が確保されている PTS 業者による PTS を通じて行われる取引に関しては）PTS 取引における 1 回の買付け等に際しては、その相手方の数を 1 名であると擬制する<sup>25</sup>

← 結論的には B 説と等しくなる

ロ PTS 取引のうち①のみについて一定の場合に強制公開買付規制の適用を排除する方法

D 説：上記①の方式を採用している PTS 業者による PTS を通じて行われる取引に関しては、（一定の流動性が確保されていることを条件に）強制公開買付規制の適用を全面的に排除する

E 説：上記①の方式を採用している PTS 業者による PTS を通じて行われる取引に関しては、（一定の流動性が確保されていることを条件に）金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号（5%ルール）との関係では適用対象外と整理しつつ、2 号乃至 5 号（3 分の 1 ルール）との関係では適用対象とする

F 説：上記①の方式を採用している PTS 業者による PTS を通じて行われる取引に関しては、（一定の流動性が確保されていることを条件に）PTS 取引における 1 回の買付け等に際しては、その相手方の数を 1 名であると擬制する

→ PTS 取引のうち②は相手方の人数を管理可能（？）なので、総合的に見れば E 説 or F 説が穏当か。そもそも、強制公開買付規制のうち、金商法 27 条の 2 第 1 項 1 号（5%ルール）は必要か？（1 号の趣旨は支配権プレミアムの均霑では説明できない）

→ もっとも、どの程度の流動性が確保されていれば「一定の流動性が確保されている PTS 業者による PTS」といえるのかは難問

→ 強制公開買付規制の適用免除の条件として、業規制を金融商品取引所に対する規制に近づける方向で強化することは必要か（例えば、システム運営に関する内部統制等）

<sup>24</sup> 証券法研究会・前掲（注 23）254 頁。大崎・前掲（注 21）3-4 頁も同旨か。

<sup>25</sup> 長島・大野・常松法律事務所・前掲（注 6）54 頁。証券法研究会・前掲（注 23）254 頁参照。

### III 買付条件の均一性を巡る問題

#### 1 現行の公開買付規制の概要

- ① 価格規制
  - 公開買付価格の水準自体については直接的には規制がなされていないが、公開買付価格についての均一性が要求されている
- ② 対価が金銭である場合における均一性
  - TOB による株券等の買付け等を行う場合には、買付け等の価格は、全ての応募株主等について均一にしなければならない（金商法 27 条の 2 第 3 項・同法施行令 8 条 3 項）
- ③ 対価が有価証券その他金銭以外のものである場合における均一性
  - 有価証券その他金銭以外のものをもって買付け等の対価とする場合、当該有価証券その他金銭以外のものとの交換比率が公開買付価格とみなされる。交換に係る差金として金銭を交付するときは、当該金銭の額を含むものとしてとされている（金商法施行令 8 条 2 項）
  - 公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類を全ての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない（金商法施行令 8 条 3 項但書）
- ④ 公開買付価格の均一性規制に関する開示規制
  - 公開買付届出書の様式：「株券等の種類に応じた公開買付価格の価額の差について、換算の考え方等の内容を具体的に記載すること」（他社株買付府令第 2 号様式記載上の注意(6)(e)）

#### 2 買付条件についての均一性規制の射程（異なる種類の株券等の間でも適用されるか）

##### (1) 公開買付規制における株券等の「種類」の同一性

###### ➤ 問題の所在

- 複数の種類の株券等について買付け等を行う場合、これらが会社法上は異なる種類のものであっても、その内容の類似性故に、公開買付規制上は同一の種類の株券等として扱われ、「同一の公開買付手続に含めるべき」と解されるとすると、これら会社法上は別の種類の株券等の間でも、公開買付価格の均一性規制が適用されることになると考え

られる<sup>26</sup>

➤ **金融庁・立案担当者の見解**

- 金融庁の公式見解： 「株券等の『種類』をどのようにとらえるかは、関係法令に照らして、個別事案ごとに判断されるものと考えられます」（パブリックコメントに対して示された「金融庁の考え方」（資料12参照）<sup>27 28</sup>）
- 立案担当者の見解： 「同一の発行者に係る 2 以上の内容の異なる株券等について、買付け等の対象に含めるものと含めないものを区別して公開買付けを行うことは、公開買付制度上、当然には予定されていない。一方、2 以上の内容の異なる株券等の発行者の株券等を買付けるにあたって、たとえば、ある内容の株券等については現在も、また、将来に向けても、買付ける予定・意思が一切ない、などの場合も想定されるところである。同一の公開買付手続に含めるべき株券等の内容の範囲については、最終的には個別事案ごとに判断される必要があるが、このような場合であって、かつ、当該株券等に係る議決権、配当、普通株式への転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるような場合には、公開買付けを行うにあたって、当該株券等を買付け等の対象から除外する取扱いが認められる場合もあると考えられる」（資料14参照）<sup>29</sup>

➤ **学説**

- ※問題意識： 「もしも完全に会社法上の種類株式の種類に依拠してしまうと公開買付規制の脱法が可能になってしまう」
- A 説（実質説）： 同一の価格が付されるべきであると判断される場合に実質的な種類の同一性を認めることを示唆する見解（中東<sup>30</sup>）
- B 説（形式説）： 異なる種類の有価証券保有者間の実質的な平等を確保するような相応の手続を規定した条文がなく、規定が欠落しているということは、強制公開買付制度においては原

<sup>26</sup> 宮下央「判批」金融法務事情 1916 号（2011）72 頁参照。

<sup>27</sup> 金融庁がそのウェブサイト上で公表した「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」（2006 年 12 月 13 日付け）中の No.15 のコメントに対して示されたもの。

<sup>28</sup> この金融庁の見解について、株券等の「種類」の同一性について実質説を採用することが示唆されているとの理解がある（中東正文「公開買付制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』（日本証券経済研究所、2010）150-152 頁）。

<sup>29</sup> 池田唯一＝大来志郎＝町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007）97 頁。

<sup>30</sup> いわゆる実質説を支持する中東・前掲（注 28）149-153 頁。

則として種類の違いを超えて買い付けることを求めない  
ということの意味し、ただし規制を潜脱するような場合に  
例外的に実質的に種類の同一性を認定すればよいとい  
う見解（神田<sup>31</sup>、黒沼<sup>32</sup>）

➤ **最判平成 22 年 10 月 22 日民集 64 卷 7 号 1843 頁〔カネボウ損害賠償請求事  
件〕**（以下「本判決」という）～**資料 10**参照

**【要旨】**

強制公開買付規制の適用除外要件を定める証取法施行令（平成 18  
年政令第 377 号による改正前のもの）7 条 5 項 4 号、他社株公開買付  
府令（平成 18 年内閣府令第 86 号による改正前のもの）3 条の 2 の 4  
第 1 項及び 2 項所定の「株券等」には、特定買付け等（同施行令 7 条  
5 項）の対象とならない株券等は含まれないとの見解（限定説）を採  
用

**【本判決の事案のポイント（株券等の「種類」の同一性の観点から）】**

- ① カネボウ発行の C 種類株式には議決権があるが、利益配当請求権  
がなく、残余財産の分配も普通株式に劣後する株式であった
  - ② C 種類株式には、普通株式に 1 対 1 で転換できる権利が付されて  
おり、2006 年 10 月 1 日（C 種類株式の譲受日から約 7～8 ヶ月  
後）以降いつでも普通株式に転換することができるものであった
  - ③ 被告は、同年 1 月 31 日及び 2 月 21 日、公開買付けの方法によら  
ずに、C 種類株式を買い付け、その翌日である同月 22 日、カネボ  
ウが同じく発行する普通株式を買付対象とする TOB を開始した
- 本判決では明示的には言及されていないが、前最高裁判所調査官は、  
本判決は、上記「株券等」の意義に関して、実質的な内容の同一性は  
問題とならず、形式的に種類の異なる株券等であれば、全てかかる  
「株券等」に含まれないという見解（形式説）を採用したものである

<sup>31</sup> 金融商品取引法研究会編『金融商品取引法研究会記録第 30 号 公開買付け制度』（日本証券経済研  
究所、2009）29～30 頁〔神田秀樹発言〕。

<sup>32</sup> 金融商品取引法研究会・前掲（注 31）24 頁〔黒沼悦郎発言〕。

との理解を明らかにしている<sup>33</sup> ～資料11

- 上記の金融庁立案担当者の見解は、本判決後も維持することが可能なものか？
- 本判決について、「『公開買付けを強制している明確な規定がない場合にも、強制公開買付規制の趣旨を実現するために、実質解釈によって公開買付けしなければならない場合を補う』というようなことはしない、という解釈態度を本判決は採用していると解される」との理解がある<sup>34</sup>

## (2) 異なる種類の株券等を発行している会社に対して全部勧誘・全部買付義務が適用される公開買付けを行う場合には公開買付手続は複数行われることになるのか

- ※ そもそも、全部勧誘・全部買付義務の適用がない場合に、「異時点で」「異なる種類の」株券等に対して公開買付けが行われるときは、「複数の」公開買付手続が行われていることになるかと解される
- ※ それでは、全部勧誘・全部買付義務の適用がない場合に、「同時点で」「異なる種類の」株券等に対して公開買付けが行われるときは、どのように解されることになるのか？
  - 観念的には、「複数の」公開買付手続が行われていることになるかと解さざるを得ないのではないか（藤田友敬）
- ※ それでは、全部勧誘・全部買付義務の適用がある場合（従って、当然に「同時点で」）に、「異なる種類の」株券等に対して公開買付けが行われるときは、どのように解されることになるのか？

<sup>33</sup> 石丸将利前最高裁判所調査官「時の判例」ジュリスト1428号（2011）111頁は、「限定説を採用した場合であっても、形式的に種類の異なる株券等であればすべて『株券等』に含まれないのか、それとも、形式的に種類の異なる株券等であっても、実質的な内容が同一の株券等であれば、『株券等』に含まれると解する余地はないのかという問題がある。この点について、本判決は明示的に触れてはいないが、普通株式とC種類株式の実質的同一性を問題とすることなく、公開買付けの要否を判断していることから、形式説を採用したものと考えられる。実質説は、個別具体的な妥当性を追及するという点では優れているものの、その限界が不明確な面があることは否めない。そして、公開買付けを行うことが必要とされる場合に公開買付開始公告を行わなかったときには、買付者は、個人であれば3年以下の懲役もしくは300万以下の罰金又はその併科に、法人であれば3億円以下の罰金に処せられることになるが（〔中略〕その後、法定刑は加重されている〔中略〕）。さらに、平成20年法律第65号による改正後の金商法の下では、公開買付開始公告なしに買付け等を行った場合に、買付総額の25%相当額の課徴金も課される）、このように公開買付けの実施の有無が刑事責任にも関わることなどからすれば、『株券等』の内容が不明確になる解釈は採り難いように思われる〔下線・強調は報告者〕（この点については、太田洋＝中山達也「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収と公開買付規制―強制公開買付規制の射程を巡って―」金融・商事判例1351号（2010）6頁が詳しい）」と述べる。黒沼悦郎「判批」金融・商事判例1366号（2011）2頁も、結論において同旨。

<sup>34</sup> 飯田・前掲（注29）11頁。

- 施行令 8 条 5 項 3 号<sup>35</sup>は一つの TOB 手続で全種類の株券等につき全部勧誘・全部買付を行うことを要求している（甲説：池田唯一）のか、それとも、株券等の種類ごとに行われる複数の TOB 手続において、各種類の株券等につき全部勧誘・全部買付を行うことを要求している（乙説：藤田友敬）のか？<sup>36</sup> ～資料 15 参照
- 一つの TOB 手続で全種類の株券等につき全部勧誘・全部買付を行うことを要求していると考えれば、複数の種類の株券等の間でも均一性規制が適用されると解する方向（下記の A 説）につながりやすくなると考えられる一方、株券等の種類ごとに複数の TOB 手続が並行して行われるものと理解すれば、複数の種類の株券等の間では均一性規制は適用されないと解する方向（下記の C 説）につながりやすくなるものと思われる

### (3) 異なる種類の株券等における均一性規制の適用の有無

- ※ 同一の TOB 手続において複数の種類の株券等を買付け等の対象とする場合において<sup>37</sup>、実質的に公開買付価格が均一となるように公開買付価格を設定すべきか<sup>38</sup>
  - 換言すれば、異なる種類の株券等の間でも公開買付価格の均一性規制が適用されると解されるか？この点は、特に、当該 TOB に全部勧誘・全部買付義務が適用される場合に問題となる

#### A 説：肯定説（金融庁？）

- 「同一の公開買付けにおいて、対象者が発行する、内容の異なる 2 以上の株券等を買付け等の対象とするような場合においても、実質的に公開買付価格が均一となるよう、公開買付価格を設定すべきである。たとえば普通株式に転換する条件が付されている種類株式あるいは新株予約権に対する買付け等の価格については、普通株式など基準となる株券等に経済的価値を換算することが基本的に可能であり、そのような場合、換算後の価格が普通株式に対する価格と均一になるように公開買付価格が設定されるべきものと考えられる。経済的価値を定量的に換算することが困難な場合、い

<sup>35</sup> 他社株公開買付府令 5 条 5 項は、「令第 8 条第 5 項第 3 号の規定〔報告者注：全部買付義務を定める規定〕による買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘は、同一の公開買付けによらなければならない」〔下線・強調は報告者〕とする。

<sup>36</sup> 池田ほか・前掲（注 40）90 頁〔藤田友敬発言〕参照。

<sup>37</sup> 「株券等の買付け等を行う者が特定の種類の株券等のみを買付け等の対象とし得る」場合があることにつき、本判決参照。

<sup>38</sup> 中東・前掲（注 28）159 頁、太田＝中山・前掲（注 33）11 頁等参照。

かなる公開買付価格の設定が均一かについては、個別の事案ごとに判断される必要がある。」〔下線・強調は報告者〕（資料14参照）<sup>39</sup>

→ 換算の考え方等の記載を要求する上記の内閣府令所定の様式も、肯定説を前提としているように見える<sup>40</sup>

← なお、A 説に対する批判として、「いわゆる全部勧誘義務の課されない公開買付けにおいては、同時期に行わない限り、異なる種類の株券等に対して別々に公開買付けをすることも可能であり、同一の公開買付けで行った場合のみ内容の異なる複数の株券等について実質的に公開買付価格が均一〔であること〕を要求する合理的な理由はない」という指摘がある<sup>41</sup>

**B 説：限定的肯定説（全部勧誘・全部買付義務が適用される場合に限り、異なる種類の株券等の間でも公開買付価格の均一性規制の適用を肯定する見解～石塚洋之＝岡野辰也<sup>42</sup>参照）**

→ B 説の形式的な論拠は、全部勧誘・全部買付義務が適用される場合には、他社株公開買付府令 5 条 5 項の規定が存在するが故に、複数の TOB 手続によって複数の種類の株券等の買付け等を行うことが許容されなくなると解し得ることに求められるか

← B 説に対しては、何故全部勧誘・全部買付義務が適用される場合にのみ、種類の枠を超えて均一性規制が適用されることになるのか、理論的根拠が不明であるとの疑問がある

**C 説：否定説**

#### 【均一性規制（金商法 27 条の 2 第 3 項・施行令 8 条 3 項）の趣旨】

※ そもそも、全部勧誘・全部買付義務導入前においては、公開買付価格の均一性規制の規制趣旨についてどのような説明がなされていたか？

→ 立案担当者の説明：「〔金商法二七条の二〕第三項は、公開買付制度の趣旨を踏まえ、株主の平等待遇を図るという観点から、買付条件の中心をなす買付け等の価格については応募株主が公平に扱われるよう均一の条件によらなければならない、とされている」（資料13参照）<sup>43</sup>

<sup>39</sup> 池田＝大来＝町田・前掲（注 29）65 頁参照。

<sup>40</sup> 池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー 公開買付け・大量保有報告編』（有斐閣、2010）91 頁〔神田秀樹発言〕及び 90 頁〔武井一浩発言〕参照。

<sup>41</sup> 石塚洋之＝岡野辰也「公開買付けの実務（6）公開買付けの条件に関する規制〔上〕」旬刊商事法務 1848 号（2008）30 頁。

<sup>42</sup> なお、石塚＝岡野・前掲（注 41）30 頁は、「少なくとも全部勧誘義務の課されないような場合には、内容の異なる複数の株券等のそれぞれの公開買付価格の水準自体について均一性は要求されないと解すべきである」（下線・強調は報告者）などとするが、B 説と C 説のいずれに立脚するかは明らかにしていない。

<sup>43</sup> 内藤純一「新しい株式公開買付制度〔上〕」旬刊商事法務 1219 号（1990）5 頁。

- 結局は、TOB 制度の趣旨の理解の問題に還元されるのではないか？TOB の制度趣旨自体が全部勧誘・全部買付義務の導入によって影響を受けたとすると<sup>44</sup>、他の種類の株券等の買付価格と実質的に同一の価格となるように公開買付価格を設定すべきかとの問題については、結局、全部勧誘義務に係る規制との整合性を踏まえた解釈をすべきということになるか（もっとも、この問題を均一性規制の枠内で説明し切るか、それとも均一性規制から離れて全部勧誘・全部買付義務が課された趣旨から説明するか、という技術的な問題はあ
- 他方、均一性規制の趣旨については、「株主平等原則の観点から、株主を公正に取り扱うためである」という見解もある（森本<sup>45</sup>）
- このように均一性規制の趣旨を株主平等原則から理解すると、C 説＝否定説に結びつきやすい<sup>46</sup>。何故なら、会社法上の株主平等原則は、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを要求するに過ぎないからである（同法 109 条）

#### 【全部勧誘・全部買付義務との関係】

- 問題の所在： 同一の TOB において複数の種類の株券等を買付け等の対象とする場合、公開買付者がターゲットとしていない種類の株券等の買付価格が何ら規制されないとすると、例えば、これを 1 円とする等の方法を用いることによって、全部勧誘・全部買付義務に係る規制の実効性が損なわれる
  - それ故、「いずれにせよ全部勧誘があるときに、ある種類については現在の株価以上だが、残りの種類の株式については現在の価値未満という条件を出すのがだめだというのは、その形式的な論拠をどこに求めるかはともかく、結論としては異論がなさそう」（藤田友敬<sup>47</sup>）
  - 私見（C 説＝否定説を基礎としつつ、全部勧誘・全部買付義務が課された趣旨から B 説に近い結論を導く考え方<sup>48</sup>）： 全部勧誘・全部買

<sup>44</sup> 全部勧誘義務等を導入した平成 18 年の証券取引法改正が TOB 規制の目的に与えた影響に関する分析として、「企業買収に直面している投資者に情報を与えて適切な投資判断を確保するという従来の目的以外に、買収者間または買収者と対象会社との間の公平確保、少数株主の保護といった目的を法につけ加えるものであった」と指摘する見解（黒沼悦郎「金融商品取引法の将来像」上村達男編『企業法制の現状と課題』（日本評論社、2009）228 頁）がある。

<sup>45</sup> 森本滋「公開買付規制にかかる立法論的課題—強制公開買付制度を中心に—」旬刊商事法務 1736 号（2005）7 頁。

<sup>46</sup> 石塚＝岡野・前掲（注 41）30 頁参照。

<sup>47</sup> 池田ほか・前掲（注 40）94 頁〔藤田友敬発言〕。

<sup>48</sup> 長島・大野・常松法律事務所・前掲（注 6）164 頁に記載の実質的均一性肯定説も同趣旨か。

付義務が課された趣旨（「買付けの対象とならなかった株式を抱える零細株主が著しく不安定な立場に陥ることから保護しようとするもの」<sup>49)</sup>）に照らして、特定の種類の株券等に関する買付条件のみが、他の種類の株券等に関するそれと比して、実質的に不合理に不利でなければ足りる、と解すべきではないか（ある特定の種類の株券等の買付け等の価格が当該株券等の時価+20%のプレミアムであった場合に、他の種類の株券等の買付け等の価格が時価+0%のプレミアムとされることは、通常は許されないが、合理的な理由があれば許されると解し得るのではないか）

**【実務の状況】** ～別紙2参照

※ 実務では、

① ストック・オプションとして発行された新株予約権がアウト・オブ・マネーの場合や被付与者（及びその親族）以外には行使できないとの行使条件が付されている場合には買取価格を備忘価格（1円）とするのが一般的

② 新株予約権付社債の買取価格については、行使期限が到来していなければ社債の額面金額、行使期限が到来していればバリティ価格（＝普通株式の TOB 価格×額面金額／行使価額）とするのが一般的

であるが、かかる実務は買付条件についての均一性との関係で問題ないか

※ 少なくとも上記①の実務は、公開買付価格の均一性規制に関して、他の種類の株券等の買付価格と実質的に同一の価格が要求されるという解釈（A 説ないし B 説）とは余り整合的ではない<sup>50)</sup>

→ 「買付者にとっての価値を基準に実質的に均一といえるか否かを判断すること」は許容されるか<sup>51)</sup>

→ 肯定説は「均一性」の解釈論の範疇をもちや逸脱してしまっているのではないか

### 3 対価の「種類」を買付け等の対象である有価証券の種類ごとに異なるものとするこ

<sup>49)</sup> 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務、2009）353頁参照。

<sup>50)</sup> しかしながら、「ストック・オプションとして発行された新株予約権は、買付者にとってはほとんど無価値に近いものであり、公開買付価格を1円とすることにも合理的な理由があるから、実質的な均一性を要求する見解に立ったとしても問題はないと解されている」との見解（石塚＝岡野・前掲（注41）31頁）もある。同様に、「これは、公開買付者は通常ストック・オプションの行使要件を満たさないため、1円という公開買付価格を付すことも経済合理性の観点から認められるということを前提としており、種類の異なる株券等の間においては均一性は求められていないと言うことを前提とした取扱いではないと思われる」とする見解として、宮下・前掲（注26）72頁。

<sup>51)</sup> 長島・大野・常松法律事務所・前掲（注6）165頁はこれを肯定する。

## との可否

※ 例えば、自社株対価 TOB を行う際、対象会社の株式の買付け等の対価を自社株とする一方、対象会社の新株予約権や新株予約権付社債の買付け等の対価を金銭のみとする方法を採用することの可否

肯定説：「応募される有価証券の種類が異なる場合に、買付け等の対価の種類が同一であることまでは求められていないものと解すべきであろう」  
(小島義博＝峰岸健太郎＝藤田知也<sup>52</sup>)

→ この見解は、「公開買付者が応募株主等に複数の種類の対価を選択させる場合には、選択することができる対価の種類をすべての応募株主等につき同一とし、かつ、それぞれの種類ごとに当該種類の対価を選択した応募株主等について均一にしなければならない」とする規制（金商法施行令 8 条 3 項但書）の外には、対価の種類の一貫性を要求する規定が存しないことを根拠とする

## 4 応募契約における表明保証及び補償規定と均一性規制

※ 問題の所在：買付者が、特定の大株主との間で TOB に係る応募契約を締結し、この中で、当該大株主による対象会社の事業内容等に関する表明・保証条項を設け、かかる条項の違反があった場合に、買付者に対し補償すべき責任を当該大株主に課すことがある。買付者が、当該大株主（売主）から当該補償責任に基づく支払を受けた場合には、公開買付価格の均一性規制に違反することになるか？

→ 公開買付価格の均一性規制とは無関係であるとする見解（内間＝佐藤（理）<sup>53</sup>）：「表明違反の補償責任の履行を買付価格の減額ととらえることに必ずしも必然性はない」

## 5 TOB 成立後の取締役としての報酬約束と均一性規制

※ TOB 成立後において取締役として受領すべき報酬額に関して約束がなされていた場合に、公開買付価格の均一性規制と抵触するか？

→ かねてから、TOB に応募する者に対して、これと近接して、又は、関連

<sup>52</sup> 小島義博＝峰岸健太郎＝藤田知也「自社株対価 TOB の実務上の諸問題〔下〕」旬刊商事法務 1943 号（2011）27 頁。

<sup>53</sup> 西村総合法律事務所（現西村あさひ法律事務所）編『M&A 法大全』（商事法務研究会、2001）79 頁。長島・大野・常松法律事務所・前掲（注 6）167 頁ほかも賛成。

して行われる別の取引において利益を供与すること（通常よりも有利な取引条件を与えることなど）が、公開買付価格の均一性規制との関係で疑義を生ずることになるのではないか、ということが議論されてきた

- 金融庁「株券等の公開買付けに関する Q&A」（以下「公開買付け Q&A」という）問 24（2010 年 3 月 31 日付けで追加されたもの）では、TOB が成立した後における取締役としての報酬約束に関して、当該「報酬」が「当該株券の対価としての性質を有すると認められるときは、『均一の条件』」に反すると考えられるとの解釈を明らかにした上で、かかる事実認定のための一定の判断基準を示した（資料 16 参照）
- 上記事実認定のための判断基準に関して、特に、「当該『報酬』額が、当該取締役が応募する株券等の数を基準として決定されている場合には、それだけで、株券等の対価としての性質を有することが強く推認されよう」との見解が示されている<sup>54</sup>

## 6 並行的公開買付けと均一性規制

- ※ 特に自社株 TOB+他社株 TOB 取引を通じた買収スキーム（これら二つの TOB が関係当事者間の合意に基づいて、並行的に実施される）等で問題となる。例えば、他社株 TOB の買付価格は市場価格よりも低い価格とし（ディスカウント TOB）、他方、自社株 TOB の買付価格は市場価格とすることは、均一性規制との関係で許容されるか？<sup>55</sup>

**肯定説：** 公開買付価格の均一性規制は、「同一の」TOB に応募する投資者間の公平を図ることを目的とするものであるから、自社株 TOB と他社株 TOB の買付価格が異なっても、金商法 27 条の 2 第 3 項（均一性規制）に抵触しない（神崎＝志谷＝川口<sup>56</sup>参照）

**否定説：** 自社株 TOB と他社株 TOB が関係当事者間の合意に基づいて同時に行われるのであれば、金商法 27 条の 2 第 3 項（均一性規制）を実質的に解釈して、両者の買付価格は同一でなければならないと解すべきで

<sup>54</sup> 三井秀範＝土本一郎＝宮下央「株券等の公開買付けに関する Q&A の解説〔Ⅱ〕」旬刊商事法務 1899 号（2010）45 頁。

<sup>55</sup> なお、自社株 TOB と他社株 TOB とが関係当事者間の合意に基づいて同時に行われる場合、発行者が他社株 TOB に係る買付者の特別関係者（金商法 27 条の 2 第 7 項 2 号所定の共同取得者）に該当する結果、別途買付禁止規制が適用されるのではないかという点も問題となる。この点、その論拠については確立した考え方はないようであるが、実務上は、結論的には、この場合には別途買付禁止規制の適用はないと解されているようである（長島・大野・常松法律事務所・前掲（注 6）359 頁参照）。

<sup>56</sup> 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院、2006）321 頁。

ある

※ 均一性規制の規制趣旨

立案担当者の説明： 「〔金商法二七条の二〕第三項は、公開買付制度の趣旨を踏まえ、株主の平等待遇を図るという観点から、買付条件の中心をなす買付け等の価格については応募株主が公平に扱われるよう均一の条件によらなければならない、とされている」<sup>57</sup>

→ 自社株 TOB の規制趣旨： 自社株 TOB は本来的には支配権の移動を目的とした取引ではない点において他社株 TOB と大きく異なる一方、適正な情報開示や投資者の平等な取扱いの確保という目的は、他社株 TOB と異なるものではない

→ 応募株主等は自社株 TOB と他社株 TOB のいずれに応募するかを選択することができるため、「株主の平等待遇を図る」という均一性規制の規制趣旨との関係からも、実質的に問題もなく、両者の公開買付価格を異にすることが許容される（換言すれば、自社株 TOB と他社株 TOB の間に均一性規制の適用はない）と解釈できるか？この点、買付価格が高い方の TOB について、買付数量に上限が設けられている場合も、同じ議論が可能か？

※ 公開買付期間

→ 自社株 TOB と他社株 TOB の各公開買付期間がほぼ同一であるとか、両者に重なりがあるといった事実関係は、均一性規制に抵触するか否かの解釈に影響を与えるか？

※ 実例 ～資料 17 参照

→ 並行的公開買付けが行われた 2 件の例では、いずれも、自社株 TOB と他社株 TOB の各買付価格が同一の価格とされている（別紙 3 参照）

#### IV 自社株対価 TOB に係る諸問題

##### 1 問題の所在

※ 2011 年 5 月 25 日、「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」（いわゆる「産活法」）の一部改正法（平成 23 年法律第 48 号）（以下「改正産活法」という）が公布、同年 7 月 1 日から施行

<sup>57</sup> 内藤・前掲（注 43）5 頁。

- (通常の) 認定自社株 TOB (現物出資者及び発行会社取締役の填補責任その他の現物出資規制の適用を排除)、簡易自社株 TOB (通常の認定自社株 TOB に加えて発行会社における有利発行の特別決議不要)、三角自社株 TOB (認定自社株対価 TOB のうち、親会社株式を対価とする子会社による「他社株」対価 TOB)<sup>58</sup>の制度が創設
  - 認定自社株対価 TOB 全般につき、買収会社(新株発行会社)の株主に株式買取請求権が付与されたことが、退出権制度の創設に関する議論との関係で注目される
- ※ 自社株対価 TOB に関する産活法の改正に伴い、金商法関連については、2011 年同年 7 月 1 日付で「公開買付け Q&A」に問 42 乃至 44 及びそれらに対する回答が追加される(資料 18 参照)と共に、同年 8 月 5 日付で企業内容開示府令・同ガイドラインが改正〔臨時報告書及び有価証券届出書の記載事項が改正〕された(資料 19 参照)
- これらの改正等そのものについては特段の解釈論上の問題はないが、自社株対価 TOB を用いた海外企業の買収に際して、買収会社が発行等を行う自社の新株等の価額が 1 億円以上(金商法 4 条 1 項)である場合に、有価証券届出書を提出することが必要か否か(金商法 27 条の 4 参照)に関しては、解釈論上明確化されることが望まれる
  - 即ち、実務上、少なくとも第三者割当増資の場合のように事実上相対取引で行われるような場合でない限り、海外市場だけで有価証券を発行するときには、有価証券の募集ないし売出しが日本国内では行われていないということで、有価証券届出書の提出は必要とならず、臨時報告書の提出で足りると解されているため、このことからすれば、少なくとも自社株対価 TOB による海外上場企業の買収の場合には、買収会社の新株等の発行等に関する有価証券届出書の提出は不要であるとも解し得るのではないか(もっとも、TOB に際して、当該海外上場企業の日本居住株主が当該 TOB に応募できないようにしておく必要はあろう)

以 上

<sup>58</sup> 改正産活法 21 条の 2 第 1 項柱書・第 2 項。

別紙 1

EU 諸国におけるバイアウト権・セルアウト権のトリガー比率一覧

国名	トリガー比率
オーストリア	議決権資本 (voting capital) 及び議決権の 90%
ベルギー	議決権資本及び議決権の 95%
チェコ	議決権資本及び議決権の 90%
キプロス	議決権資本及び議決権の 90%
デンマーク	株式及び議決権の 90%
エストニア	議決権資本及び議決権の 90% <sup>59</sup>
ドイツ	議決権資本の 95%
ギリシャ	議決権の 90%
フィンランド	資本及び議決権の 90%
フランス	資本又は議決権の 95%
ハンガリー	議決権の 90%
アイルランド	議決権資本及び議決権の 90%
イタリア	議決権資本及び議決権の 95% (但し、議決権の 90%を取得した支配株主が 90 日以内に十分な流動性を回復させられない時にも少数株主のセルアウト権は発生する) <sup>60</sup>
ラトビア	スキーズ・アウト：議決権の 95% セルアウト：議決権の 90%
リトアニア	スキーズ・アウト：議決権資本及び議決権の 95% セルアウト：議決権の 95%

<sup>59</sup> 後掲の 2007 年 2 月 21 日付け EU 委員会調査報告書作成時点では法案段階であったが、その後、2007 年 11 月に Securities Market Act の一部改正法が成立し、90%をトリガー割合とする少数株主のセルアウト権制度が導入された (90%をトリガー割合とする支配株主のバイアウト権は従前から商法で規定)。なお、このセルアウト権については公開買付前置主義が採用されており、公開買付けで 90%以上の株式を取得した支配株主に対して、公開買付け完了後 3 ヶ月間に限って行使できるものとされている。

<sup>60</sup> 後掲の 2007 年 2 月 21 日付け EU 委員会調査報告書作成時点では案の段階であったが、その後、2007 年 12 月 13 日に、証券取引法 (Legislative Decree No. 59/1998) を一部改正する Legislative Decree No. 229 が出され、それが同年 12 月 28 日から施行されている。当該 Legislative Decree により、i) 議決権の 90%を取得した支配株主が 90 日以内に十分な流動性を回復させられない時には少数株主にセルアウト権が発生するものとされたほか、ii) 100%取得を目的とする公開買付けによって議決権の 95%が取得された場合には、支配株主にはバイアウト権が、少数株主にはセルアウト権が、それぞれ発生することとなった。なお、この Legislative Decree による改正以前にも、支配株主のバイアウト権制度は存在していたが、そのトリガー割合は議決権の 98%であった。以上につき、(《<http://www.cgsh.com/files/News/035129d3-a8d8-4ad8-b035-8a06a76fd8ab/Presentation/NewsAttachment/6dfe661f-54a8-4e87-8703-8f26bea01030/Alert%20memo%20-%20Implementation%20of%20the%20Take-over%20bid%20Directive%20in%20Italy.pdf>》参照)。

ルクセンブルク	スキーズ・アウト：議決権資本及び議決権の 95% セルアウト：議決権の 90%
マルタ	議決権資本及び議決権の 90%
オランダ	議決権資本及び議決権の 95%
ポーランド	資本及び議決権の 90%
ポルトガル	資本及び議決権の 90%、並びに買付対象の議決権の 90%
スペイン	議決権資本及び買付対象の議決権の 90%
スロヴァキア	議決権資本及び議決権の 95%
スロヴェニア	議決権資本及び議決権の 90%
スウェーデン	資本の 90%
イギリス	スキーズ・アウト：株式の 90%（買付対象が議決権株式会社である場合は議決権の 90%） セルアウト：議決権株式の株式資本及び議決権の 90%

※ 2007年2月21日付けEU委員会調査報告書のAnnex 4に基づいて作成したもの（太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権〔下〕」旬刊商事法務1912号（2010）38頁掲載の表）をその後の調査を踏まえて一部改訂

**別紙 2**

**新株予約権・新株予約権付社債（転換社債）についての TOB 価格の設定例**

下記で挙げた実例は、出光興産（株）が（株）エス・ディー・エスバイオテックを対象者として行った TOB（下記 1（1）1 で挙げた例）及びレッドホースアソシエイツ（株）が（株）ゴルフパートナーを対象者として行った TOB（下記 1（2）1 で挙げた例）を除き、全部買付義務の適用があった事案である。

**1 スtock・オプションとして発行された新株予約権の TOB 価格の定め**

- (1) 取得しても公開買付者がこれを行使できないおそれのある条件が付されているもの<sup>61</sup>

	TOB 価格の定め	件数
1	TOB 価格を 1 円としたもの	19 件 <sup>62</sup>
2	当該新株予約権に係る普通株式 1 株当たりの行使価格と TOB 価格との差額に、各新株予約権の目的となる普通株式の数を乗じた金額としたもの	2 件 <sup>63</sup>

- (2) 上記 (1) 以外のもので、アウト・オブ・マネーとなっていた新株予約権

	TOB 価格の定め	件数
1	TOB 価格を 1 円としたもの	2 件 <sup>64</sup>
2	他の定め方をしたもの	0 件

<sup>61</sup> 具体的には、行使条件として役員・従業員の地位と関連した条件が付されている新株予約権、及び譲渡について対象者取締役会の承認を要するという条件が付されている新株予約権。

<sup>62</sup> MACQUARIE GOODMAN JAPAN PTE.LTD.が（株）日本レップを対象者として行った TOB（2010 年 10 月 18 日提出の公開買付届出書）、（株）MM ホールディングスが（株）カルチュア・コンビニエンス・クラブを対象者として行った TOB（2011 年 2 月 4 日提出の公開買付届出書）、三井住友銀行がプロミス（株）を対象者として行った TOB（同年 10 月 18 日提出の公開買付届出書）など。

<sup>63</sup> パシフィック・アライアンス・グループ・ホールディングス・リミテッドが（株）セキュアード・キャピタル・ジャパンを対象者として行った TOB（2010 年 11 月 5 日提出の公開買付届出書）及び（株）MBKP2 が（株）インボイスを対象者として行った TOB（2011 年 12 月 3 日提出の公開買付届出書）。

<sup>64</sup> レッドホースアソシエイツ（株）が（株）ゴルフパートナーを対象者として行った TOB（2008 年 1 月 5 日提出の公開買付届出書）及び（株）ニチイ学館が（株）GABA を対象者として行った TOB（2011 年 8 月 8 日提出の公開買付届出書）。

(3) 上記(1)以外のもので、イン・ザ・マネーとなっていた新株予約権

	TOB 価格の定め	件数
1	TOB 価格と当該新株予約権に係る普通株式 1 株当たりの行使価格との差額に、各新株予約権の目的となる普通株式の数を乗じた金額としたもの	3 件 <sup>65</sup>
2	他の定め方をしたもの	0 件

[注: 以上の調査対象期間は、全て、2010年10月1日から2011年9月30日]

2 新株予約権付社債（転換社債）の TOB 価格の定め

(1) 行使期限が TOB 期間終了までに到来しないもの

	TOB 価格の定め	件数
1	TOB 価格をパリティ価格としたもの	3 件 <sup>66</sup>
2	他の定め方をしたもの	0 件

(2) 行使期限が到来していた、又は、TOB 期間終了までに到来するもの

不見当

[注: 以上の調査対象期間は、全て、2010年10月1日から2011年9月30日]

<sup>65</sup> バッカス（株）がエノテカ（株）を対象者として行った TOB（2011年2月3日提出の公開買付届出書）、住友商事（株）及び住友情報システム（株）が（株）CSK を対象者として行った TOB（同年3月10日提出の公開買付届出書）並びにエヌ・シー・ホールディングス（株）が（株）日本医療事務センターを対象者として行った TOB（同年9月20日提出の公開買付届出書）。

<sup>66</sup> （株）NEC キャピタルソリューションが（株）リサ・パートナーズを対象者として行った TOB（2010年11月1日提出の公開買付届出書）、住友商事（株）及び住友情報システム（株）が（株）CSK を対象者として行った TOB（2011年3月10日提出の公開買付届出書）並びに（株）三井住友銀行がプロミス（株）を対象者として行った TOB（同年11月30日提出の公開買付届出書）。

**別紙 3****並行的公開買付けの実例**

自社株 TOB と他社株 TOB が関係当事者間の合意に基づき並行的に実施された実例は、これまでのところ、次の 2 件のみであるようである。

**1 大新東（株）発行の普通株式に係る TOB****(1) 自社株 TOB（買付者：大新東（株））**

TOB 期間	期間が重なった日数	TOB 価格 (1 株当たり)	開始直前の市場 価格（終値）
2007.1.30～2.27（20 営業日）	20 営業日（自社株 TOB の全期間）	390 円	373 円（1/26）

**(2) 他社株 TOB（買付者：シダックス（株））**

TOB 期間	期間が重なった日数	TOB 価格 (1 株当たり)	開始直前の市場 価格（終値）
2007.1.30～3.13（30 営業日）	同上	390 円	同上

**2（株）平和発行の普通株式に係る TOB****(1) 自社株 TOB（買付者：（株）平和）**

TOB 期間	期間が重なった日数	TOB 価格 (1 株当たり)	開始直前の市場 価格（終値）
2007.4.9～5.17（26 営業日）	26 営業日（全期間）	1,317 円	1,463 円（4/5）

**(2) 他社株 TOB（買付者：（株）石原ホールディングス）**

TOB 期間	期間が重なった日数	TOB 価格 (1 株当たり)	開始直前の市場 価格（終値）
2007.4.9～5.17（26 営業日）	同上	1,317 円	同上

配布資料一覧

**I EU型の義務的公開買付制度の導入の是非関係**

- 資料1 三井秀範 「欧州型の公開買付制度—わが国公開買付制度との比較の観点から」 旬刊商事法務 1910号(2010)18頁
- 資料2 法制審議会会社法制部会資料 15(抜粋)
- 資料3 法制審議会会社法制部会資料 11(抜粋)
- 資料4 法制審議会会社法制部会第11回会議議事録(抜粋)
- 資料5 日本レップ株主委員会の2011年5月14日付け「本年5月13日付貴社プレスリリース『当社定時株主総会における株主提案に対する当社の考え方について』に対する日本レップ株主委員会意見について」と題するプレスリリース
- 資料6 「日本レップ、個人株主と対立 予定の完全子会社化見送る」(2011年5月30日付け日本経済新聞朝刊 16面)
- 資料7 飯田秀総 「公開買付規制の改革—欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか」 旬刊商事法務 1933号(2011)14頁

**II PTS取引に対する強制公開買付規制の適用の是非関係**

- 資料8 大崎貞和 「PTS取引とTOB規制」野村総合研究所 内外資本市場動向メモ 169号(2011)
- 資料9 証券法研究会編 『金商法体系 I 公開買付け(1)』(商事法務、2011)253-255頁

**III 買付条件の均一性関係**

- 資料10 カネボウ事件最高裁判決
- 資料11 石丸将利 前最高裁判所調査官 「時の判例」ジュリスト 1428号(2011)109頁

- 資料12 金融庁がそのウェブサイト上で公表した「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」(2006年12月13日付け)中のNo.15
- 資料13 内藤純一「新しい株式公開買付制度〔上〕」旬刊商事法務1219号(1990)2頁〔抜粋〕
- 資料14 池田唯一＝大来志郎＝町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007)65-67頁及び97-98頁
- 資料15 池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー 公開買付け・大量保有報告編』(有斐閣、2010)84-95頁
- 資料16 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」(問24部分の抜粋)
- 資料17 大新東(株)株式に対するTOBの実施に関する シダックス(株)の2007年1月29日付けプレス・リリース

#### IV 自社株対価TOB関係

- 資料18 金融庁「株券等の公開買付けに関するQ&A」(問42乃至44部分の抜粋)
- 資料19 2011年8月5日付け 企業内容開示府令・同ガイドライン改正に係る新旧対照表(抜粋)

以上

(注) 配布資料のうち、資料 5,7,8,9,10,11,12,14,15,16,18 を以下に掲載し、その他の資料は掲載を省略。

平成23年5月24日

本年5月13日付東証プレスリリース「当社定時株主総会における株主提案に対する当該  
の考え方について」に対する日本レップ株主委員会意見について

日本レップ株主委員会 片 地 格 人 他 34名	
上記代理人	西村あさひ法律事務所
	弁護士 太 田 洋
	同 上 野 元
	同 白 井 弘 宗
	同 井 上 健 二
	同 佐 原 早 紀

本年5月13日、株式会社日本レップ（以下「貴社」といいます。）は「当社定時株主総会における株主提案に対する当社の考え方について」と題するプレスリリース（以下「東証プレスリリース」といいます。）において、日本レップ株主委員会による株主提案（以下「本株主提案」といいます。）に反対する旨の意見表明を行いました。

本件プレスリリースにおいて、貴社は、①貴社株式が東京証券取引所マザーズ市場（以下「東証マザーズ」といいます。）に上場されており、そこでの市場価格が貴社株式の公正な価格であると考えられること、②本株主提案に際する提案価格（121,700円）。以下「本提案価格」といいます。）は、同年5月12日の貴社株式の市場価格（49,800円）、過去1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月の貴社株式の終値単純平均価格と比べても大きく乖離していることから公正な価格とはいえないこと、③（事業の確実を前提とする貴社においては）本株主提案において主張されている修正簿価純資産方式のような、清算価値を前提とした評価は公正かつ合理的とはいえないこと、④貴社株式は上場しており、株主には市場価格での売却の機会が与えられていること、を理由として本株主提案に反対しております。

しかしながら、以下において様々な説明するとおり、貴社による本株主提案に反対するとの意見表明は、説得力に欠ける、不合理極まりない主張であると考えます。

第一に、①市場価格が貴社株式の公正な価格であるとの主張は、非常に疑わしいものといわざるを得ません。

確かに、一般論として、上場会社の市場価格は、市場参加者間で実際に取引が成立している価格として、当該上場会社の株式価値を最も適正に表すと考えられているところである。しかしながら、(i)浮動株式が限定的であり流動性が乏しい場合、(ii)売買高が少ない場合、かつ、(iii)適正な情報公開及び経営陣によるIRが行われず市場参加者が適正な情報を得ていない場合においては、市場価格は当該上場会社の公正な価格を表さないことがあるといわれることも一般的です。本件では、以下(a)ないし(d)に述べる理由により、現在の市場価格は貴社株式の公正な株式価値を示していないことは明白であると考えます。

(a) まず、マツコニー・グッドマン・ジャパン ピーティーマー エルティーマー（以下「TMGJ」といいます。）による貴社株式及び新株予約権に対する公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）の結果、MGJ が所有する貴社株式の数は、105,667株（平成22年12月31日現在の発行済株式総数（147,272株）に対する割合：71.74%（小数点第3位以下切捨て））となったため、貴社の浮動株式はこれに比べて減少し、貴社株式は極端に流動性に乏しい株式となりました。かかる事情に加え、本公開買付けに応募しなかった貴社の少数株主（議決権ベースで15%弱に相当する貴社の少数株主）が本提案価格を支持しており、現在の市場価格ではその所有株式を手放すことは容易には想定し難いことも考慮すれば、現在の貴社株式は見だ目以上に流動性が乏しくなっていることも明白であるといえます。これらの事情に加え、MGJ が本公開買付け前の平成19年6月以降、貴社の支配株主として貴社の取締役会を支配してきたこと、後記のとおり極めて異例な形で業績予想の上方修正が繰り返されていること等を考慮すれば、貴社株式について、市場参加者が適正な投資判断を行うに足る適正かつ十分な情報が提供されているとは到底いえず、また、市場の価格メカニズムが正常に機能していない可能性も高く、かかる状況にも拘わらず、市場価格＝公正な価格と強弁することは全く合理性に欠けるといわざるを得ません。

(b) 次に、本株主提案でも詳述したところですが、本件では、貴社は、本公開買付け開始後、約4ヶ月間という短期間に、公開買付け期間中になされた2回を含め、合計4回もの業績予想の上方修正を公表しています。更に、貴社は、本件プレスリリース公表前日である本年5月12日にも、再度業績予想の上方修正を行ったっており、結果として、貴社は本公開買付け開始後の約7ヶ月という短期間内に、合計5回にも亘って上方修正を公表しており、これは上場会社として極めて異常です。そもそも、業績予想の上方修正の基礎となる事実は、株主を含む投資家が公開買付けに応募するか否かの判断に重要な影響を与えることから、公開買

ない場合にも該当することから、市場価格は貴社株式の公正な価値を示していないことは明白であり、上記①の反対理由はおよそ失当であるといわざるを得ません。

第二に、貴社は、②市場価格と本提案価格の乖離が大きいことから本提案価格は公正な価値ではないことを反対理由として、前述のように、本件では、貴社株式の市場価格＝貴社株式の公正な価値とするその前提に誤りがあり、説得力が欠けています。従って、上記②の反対理由に係る貴社の説明もまた、失当であるといわざるを得ません。

第三に、③事業を継続することを前提とした場合、およそ修正簿価純資産方式のような清算価値を前提とした評価は合理性に欠ける旨の主張については、貴社のように「アセットマネジメント事業に注力する会社である」とその基礎となる投資対象資産が総資産の大部分を占める会社では、修正簿価純資産方式により算定される評価結果こそ（継続企業の評価の局面においても）通常は株式価値の下限となるべきことに鑑みれば、極端に過ぎるものと考えます。また、貴社が事業を継続することを前提としている以上、貴社の継続価値は貴社の清算価値よりも高くなることは論理必然であり、そうであれば、なおさら、貴社株式の公正な価値は、少なくとも貴社の純資産価値が下限になるはずというべきです。従って、上記③の反対理由に係る貴社の説明は、企業価値の評価について誤った認識に基づくものであり、少なくとも少数株主を含む全株主のために企業価値の最大化に努めるべき取組後らが抱くべき認識との間に大きな乖離があるといわざるを得ません。

第四に、④貴社株式は上場しており、株主には市場価格での売却の機会が与えられている旨の主張については、本件では、本公開買付価格が本来の貴社株式の価値に対して極めて低廉であったこと、及び、当初予定されていたスクイーズ・アウトの手続が実施されないう旨決定されてしまったがために、貴社の少数株主が、貴社株式を公正妥当な価格で処分することが著しく困難となったこととは動かしがたい事実であり、（公正妥当な価格での売却手続が何ら担保されていない）市場での売却可能性があることを理由に本株主提案に理由がないとすると貴社の判断は余りに乱暴に過ぎます。即ち、MGJ及び貴社が当初の予定通りスクイーズ・アウトの手続を実施してさえいれば、貴社の少数株主は、ス（第172条）等を行うことにより、不正な本公開買付価格の正当性を争い、また、貴社株式を公正妥当な価格で処分することにより、不正な本公開買付価格の手続を是正し、利益を回復する機会が付与されていたにも拘わらず、MGJ及び貴社による恣意的な決定により、かかる機会を一方的に奪われていきます。また、適正な情報公開及び経営陣によるIRが行われておらず、取引参加者が適正な情報を得ていない市場（即ち、およそ公正妥当な価格で貴社株式を一方的に奪われていきます。また、適正な情報公開及び経営陣によるIRが行われていない）市場において、本株主提案が認められるか否かは極めて重要な関心事であるといえます。このように貴社の少数株主の重大な利益に全く顧慮することなく、単に市場での売却

付け開始前に公表されることが通常であり、公開買付期間中あるいは公開買付け終了直後と業績予想の上方修正が繰り返されることは極めて異例です。本件については、MGJは貴社の支配株主であり、かつ、貴社に対して役員を派遣していたことから、本公開買付け開始前にこのような上方修正の基礎となる事実を公表することは極めて容易であったことは明らかです。にも拘わらず、上記のような異例の上方修正が幾度となく行われたという客観的な事実を鑑みれば、貴社において、業績予想の上方修正が必要となる事実が、本公開買付け開始前の時点で既に生じていたにも拘わらず、意図的にこれらの事実を公表せずに、市場参加者に対して貴社株式の価値を低く偽って買わせることにより、MGJができる限り低廉な費用で、スクイーズ・アウトの手続を実施するに足りる貴社の支配権を確保できるように行っていたのではないかと、という疑念を抱かざるを得ません。言い換えれば、本公開買付け開始前から、貴社株式の公正な価値は市場価格に反映されており、貴社が意図的に貴社株式の市場価格を低く抑えてきたように疑われる以上、現時点の市場価格が貴社株式の公正な価値であると論じたところで全く説得力に欠けております。

(c) そして、本年4月12日、貴社に対して、少数株主の利益保護の観点から不十分な開示を行ったこと、支配株主との重要な取引等について開示を行う体制に不備があったこと等を指摘した上で公表措置を執り、かつ、改善報告書を徴求しておりますが、これは、貴社の情報開示体制はおよそ貴社株式の公正な価値を市場価格に反映させるには不十分であったと証券取引所が公けに認めたとしたことと他なりません。投資家保護のために適正かつ十分な情報開示が強く要請される株式市場において、不正確な情報開示があったこと自体、市場における貴社株式の取引が公正な価格で行われていないことの動かしがたい証拠であり、このことから、やはり、貴社株式の市場価格が貴社株式の公正な価値であると、いえる根拠は極めて薄弱であるといわざるを得ないものと考えます。

(d) 加えて、MGJは、そのグループ会社として、平成22年10月31日付で、各株主の持株割合を20%以上希薄化する効果を持つ貴社の新株予約権を引き受けさせていますが、これは、MGJが本公開買付けにおいて多数の株式を買集められなかった場合の限外であり、貴社の株主が本公開買付けへの応募を余儀なくされるような強圧性を有するものであったことは明らかです。そのように「保証」を付さねばならなかったこと自体、貴社株式の市場価格が不当に抑えられており、市場価格に基づいて算定された本公開買付けに係る公開買付価格（以下「本公開買付価格」といいます。）が不適切であったことの動かしがたい証拠であり、その後、本公開買付価格にきや寄せざる形で形成されてきた現在の貴社の市場価格が貴社株式の公正な価値を適切に反映していないことは明らかです。

以上より、本件では、浮動株式が限定的となり、流動性が極めて乏しくなったことに加え、適正な情報公開及び経営陣によるIRが行われず、市場参加者が適正な情報を得てい

可能性が理論的に存在することを理由として本株主提案に反対する貴社の姿勢は、正に、東証マナーズから指摘された、少数株主の利益保護に欠ける姿勢、あるいは少数株主の利益を犠牲にしても支配株主の利益を重視しかねない姿勢が何ら変わっていないことを示すものであり、大袈裟感です。以上より、上記④の反対理由に係る貴社の説明は、およそ本株主提案の意図する問題意識を無視する牽強附会得不合理な説明といわざるを得ません。

なお、貴社は、本件プレスリリースにおいて、MGJが本株主提案に反対する意向を表明していることを理由に、本株主提案に係る議案が可決されることはないとして述べております。しかしながら、貴社は、本年1月14日付「支配株主であるマツコロジー・グッドマン・ジャパン ビーティイー エルエルディー」による当社の株式等に対する公開買付けの結果に関するお知らせ（追加）」において、「当社は、・当社の完全子会社化手続の実施につき、現在、MGJとの間で協議及び検討を進めているところであり。」と明言していたことから、本株主提案がなされたこのタイミングにおいて、上記のような合理的理由に欠ける説明に終始するのではなく、MGJに対して、完全子会社化の実施を認得すべきであったところ、本株主提案がなされてから僅か約20日で、しかも会社側議案を決定する前のタイミングで、本株主提案に反対することを決定したことについては、余りに粗雑の感が否めません。

以上のように、今回の貴社による本株主提案に反対するとの意見表明は、全く合理性を有しないものであり、このような意見表明が来る定時株主総会の議題及び議案の開示前に、株主らの意見を聴取することなく突如として行われたことに対して、日本レップ株主委員会は大変遺憾に感じております。

以上

【会社法制見直しの特討②】

# 公開買付規制の改革

— 欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか —

飯田 泰 総 神戸大学准教授

## 一 問題の所在

### 1 本稿の目的

現在の日本の公開買付規制は、情報開示にとどまらず制度も定めているが、その核となる語彙が必ずしも明確ではない。そのため、ルールそれ自体を客観的に理解することは簡単ではない。限界事例における解釈の指針を得ることが困難な点が多くなる。この困難さは、最近のカーボナク少数株主損害賠償請求事件(裁判平成二十年(二)三二日判例時報二〇一六年(五四四頁))における原審と最高裁の解釈の違いにも現れている(注一)。このような状況で公開買付規制の改革を考える場合には、強硬的な改正(たとえば、強制公開買付を発行している会社を対象

とところが、いずれの問題についても、退出権の導入が必要なのかどうかには疑問がある。第一の問題については、公開買付けの強圧性がなぜ問題なのかに関する認識が不十分であったり、強圧性の判断も指標もあまりに、過剰な規制を用意しようとしていないかという点に関する注意が不足していたりする点に思われる。第二の問題については、日本の現状とどのような問題点があるか、その問題に対する解決策としての退出権による優待が望ましいという前提がなされているわけではないように思われる(注二)。

そこで、本稿は、公開買付規制による退出権の実現という政策目標的な考え方の是非を批判的に分析することを目的とする。いずれの問題についても、論点を事前に論じたことがあるので(注三)、本稿ではできる限り重複を避けるために、立法論や学説の実際のポイントと組織で詳しく触れなかった議論を中心に検討する(注三)。

### 2 検討の順序

本稿では、強圧性(問題)、少数株主の事前の保護としての公開買付規制の順でそれぞれ検討し、最後に以上の検討をまとめを提示する。以下の検討においては、体系的なルールのあり方の検討のみを行う(注四)。支配の要動に関する規定を並列法で定めていか(あるいは公

会社とする公開買付に関する規制の整備等)も重要かつ必要ではあるが、規制の目的として何をコアとするべきなのかを考えるほうがより重要だろう。

そして、最近の日本の議論では、欧州型の義務的公開買付(オンダトリーオファア)制度のように、支配取締役と際に、買取者に金株式に対する公開買付けを義務づけて、少数株主に会社から退出する権利(以下「退出権」という)を与える制度の導入が目玉を浴びている(注二)。

退出権の導入の理論的根拠として言及されているものは、大きく分けて二つのものがある。第一は、強圧的な公開買付けの問題への解決策になること(注三)。金融商品取引法(以下「金商法」という)において全部買付義務が一定の範囲で導入されているが、部分買

付で規定するべきだが、それとも企業買収法といった新しい法律で規定すべきか)という問題には立ち入らない(注二五)。

## 二 強圧性の問題点と解決策

### 1 強圧性は問題か

#### (1) 強圧性とは

公開買付けの強圧性とは、公開買付けの提案を受けた株主が公開買付価格に不満があっても、自分以外の他の株主たちの公開買付けに応じてしまうことにより当該公開買付けが成立してしまい、自分たちが少数株主として取り残される不安(あるいは公開買付けよりも低い価格で一段階目のフリー・アウトをされる不安)から、不本意ながらも公開買付けに応じてしまう事象のことである。この問題が放置されていると、企業価値を引上げようとする企業買収であると対象会社の大半の株主が考えている場合でも、その公開買付けが成立してしまう。これは、株式所有権連が分散している場合には、株主同士が連携することが困難なことから生じる問題である。

そして、この強圧性の問題が発生する原因は、公開買付開始と公開買付け後の株式価値との間に差があることで(公開買付け後の株式の価値が公開買付価格と比べて低くなる)

付けを禁止することは公開買付けの強圧性の問題を解決するものではないので(注四)、この問題は現在の公開買付規制では対応されていない。この公開買付けの強圧性の問題は、法制審議会会社法制部会(以下「法制部会」)において、キャッシュ・アウトも発生する公開買付けの強圧性に問題があることとを随で指摘している(注五)。

第二は、支配と従属関係の成立した後に従属会社の少数株主を積極的に救済することは困難だから、支配と従属関係の形成段階で従属会社の少数株主を保護を要するべきだということである(注六)。この問題は、法制審議会会社法制部会の報告書でも、新たな支配株主が現れた場合に、少数株主に支配株主に対する株式買取請求権を付与する制度の創設の是非という観点として取り上げられている(注五)。もちろん、本稿が論ずる公開買付規制によるか、会社法の制度として株式買取請求権によるか(注七)かという法上の法に差はある。また、少数株主が退出するときに受け取る価格が、買取者が設定する公開買付価格なのか、裁判所が認定するナカリとて価格(支配従属関係の成立がなければその関係が成立した時点で有したであろう公正な価値)(注八)またはナカリとて選定分配価格(企業結合形成によるナカリ)を反映した価値(注一〇)なのにかかわらず点にも差はある。しかし、支配従属時の退出権という理論的な根拠は両者に共通する。

対象会社株主は公開買付けに同意しないと不利になってしまうことになる(注一六)。このような差は、単に強圧性が考えられるというだけにとどまらず、実証的にみても一般的に存在する傾向にあることが裏づけられている(注一七)。この差は、公開買付けの後フリー・アウトが軽いかどうかにかかわらず存在するし、買付ける株式の額と価格をつけて行う公開買付け(部分買付)だけではなく、このような上眼をつけない公開買付け(全部買付)の場合にも存在している(注一八)。

#### (2) な問題か

この強圧性を問題とするのは、これを放置しておく効率性を与えるような買取でも成立してしまうからである(注一九)。

この立場が何を意味しているかを裏から表現すると、企業価値を上げようとする公開買付けにはフリー・アウトの問題があるので(注二〇)、これを克服するために強圧的な公開買付けによって当該買取を強行したとしても問題は無いという評価をしようとする。つまり、公開買付価格と、公開買付け後の株式の価値との間に差がある場合のフリー・アウトというわけではない。むしろ、公開買付価格のほうがその後の株式価値より高値という点で自体を非難するとは、たとえば、フリー・アウト期間限定の安売りをしているような場合とか、本来フリー・アウト期間限定で先着一〇〇名まで一〇％上乗せた

価格で古本を買い取るというような場合も非難することになりかねない(注三二)。

そして、論理的には、公開買付けは企業価値を下げるものなるのであれば、企業価値を上げるものなるものあり、実際の買収がいずれであるかを判断することは(少なくとも公開買付けの段階では)難しい。したがって、制度としては、強圧性(アウトライト)の問題の両方を解決できるようなものが必要だ。言い換えれば、強圧性を解消することは十分に注目して、企業価値を上げるようなタイプの企業買収に無用なコストを課するような制度は望ましくない。

2 解決策

(1) 方法

公開買付けの強圧性の問題を解決する方法は、理論的には、公開買付けの成立(空配の発動)の是非に因らざるものと公開買付けが成立した場合に応募する分なかの意思表明を分離することによって実現できる。立法的に解決する方法として、具体的には、次のような方法が考えられる(注三三)。

第一は、公開買付けに応募するかという意思表明と、公開買付けの成立に賛成するかという意思表明の二つを、別々にしかし同時に対象会社株主に行わせて、公開買付けの成立に賛成する株主の数を過半数を超える場合に限り、公開買付けの成立を認めるという方法

である(注三三)。

第二は、第一の方法を必要とせず、先に公開買付けに応募するかというだけ意思表示させて、その応募総数を公表してから、当該公開買付けに賛成するかという意思表示させるという方法である。先に応募総数を公表させることの趣旨は、そうすれば部分買付けの場合には按分比例の発動が行われるかどうかの不確実であるし、該付付の発動が行われる場合にはその比率も不確実であるので、この不確実性を解消してから当該公開買付けの賛否を意思表示させるべきだからである。さらに、それまでは当該公開買付け(是非)に関する権利を十分に持つていなかった株主に対して他の株主の賛成を知らせることなど、このような空配の機会を与えること、公開買付けの成立の是非に関する株主の判断がもたらされるようになる可能性がある(注三四)。

第三は、全部買付けが行われる場合に、五％以上の株式の応募が公開買付け成立の条件として、当該公開買付けに五％以上の応募がある場合には、二週間の追加期間、追加的に、当該公開買付けに応募していない株主に対して応募する機会を与えるという方法である(注三五)。また、部分買付けの場合にも、追加応募機会を設ける方法によって強圧性の問題に対処することは可能である(注三六)。

ただし、この第三の方法では、対象会社株主

に公開買付けに応募しないインセンティブを与えてしまうという問題がある。なぜなら、対象会社の株主は、公開買付けが成立する場合には、最初の公開買付期間で応募することも、追加応募期間で応募することもまったく同一の結果になる。そのため、最初の公開買付期間で公開買付けが失敗する場合にはどうなるかを考える。公開買付けが失敗する場合というのは、現在の株式の価値について他の株主の評価が公開買付価格を上回る場合であるから、他の株主の評価を前提にすると自己現在の株式の価値の評価も上方に修正することになるので、結局、公開買付けに応募しないほうが有利と考えられることになるからである(注三七)。

第四に、公開買付けによって公開買付けが九〇％以上の議決権を取得した場合、当該公開買付けに応募しなかった少数株主に、公開買付価格と同額で買取者に対してその保有する株式を売却することが出来る(カル・アウト・ライートの導入も考えられる)。もちろん、この方法によっても、公開買付けに賛成するという意思表明と、公開買付けが成立するかは応募するかどうかを分離することは可能だからである(九〇％という数値が、九五％や六六％や五一％といった数値に比べても同様である)。

しかし、この第四の方法には、①対象会社の株主に公開買付けに応募しないインセンティブを与えてしまうという問題、②カル・アウト・

ライートの発生する競争(たとえば九〇％)を下回る議決権(たとえば六〇％)の発動しない場合にはカル・アウト・ライトが発生しないので、強圧性の解決にはならないという問題、および③部分買付けが禁止されることになってしまいうという問題があり、支持できない(注三八)。

(2) 競争すべき点

第一ないし第三の方法は、第二の方法と比べて、優れている。なぜなら、第二ないし第三の方法は、いずれも、企業価値を上昇させるような企業買収の発動に比して余計なコスト負担を強いものではないからである。また、第一と第二の方法は、第二の方法と比べると、対象会社の株主に応募しないインセンティブを与えたりしないという点を優れている。

しかし、第一と第三の方法の欠点は、比較法的にこのようなルールを持つことはほとんどなく(注三五)、買収率(過半数)の二つこの制度の運用が技術的に可能なかどうかが必要しも明らかでない点にある(ただし、英国の規制において部分買付けが認められる場合のルールは、第一の方法のルールと等しいところがあり、技術的におよび実現可能な範囲とまではいえないだろう)(注三〇)。これに対して、第三の方法はシンプルであり、技術的には実現しやすいだろう。

このように、第一と第三の方法、実際に立法するに当たっては、理論的な問題だけではなく、技

術的な実行可能性を考慮した上で、最も適切と思われる方法で立法することになるだろう。ただし、いずれにしても、強圧性の問題に対処するには、買取者にとって不利になりすぎないような対応を行うべきである。たとえば、もしも第一・第二の方法による立法が技術的に難しいとしても、だからといって部分買付けの禁止を伴うカル・アウト・ライトを導入する方法による立法を実現する公認性は必ずしもない。なぜなら、前記のとおりに、強圧性があるがゆえに企業価値を向上させるような企業買収が実現できるというプラスの面もあるのだから、強圧性をすべて押し除けたいというわけではないからである(注三三)。したがって、もしも第一・第二の方法が技術的に立法することが難しいのであれば、第三の方法を検討すべきである。

三 少数株主の権利の保護としての公開買付規制

1 選出権による少数株主の保護の必要性

支配株主は、その支配を使って会社財産を収奪することが事実上可能であり、少数株主が不利を被るという点も否定できない。支配株主による少数株主の利益の侵害という問題への対応策としてまず考えられるのは、支配株主が違法行為を行った後に、少数株主が支配株主に対して

損害賠償請求をできること、および事後的な救済手段である。しかし、このような支配株主に對する損害賠償請求制度が立法されたとしても、これがうまく機能しない可能性は十分に考えられる(注三三)。だから、支配の発動の際に、少数株主の保護の手段として選出権を保障することが必要であるという考え方があろう(注三三)。理論的にも、支配株主に選出権が行使されることは会社の基礎的な意思であり、非強制的な選出の際には株主に選出権を与えておくべきだと考える余地がある(注三四)。

確かに、現在の定款は買収の報酬は、対象会社が上場廃止になる場合の少数株主の保護を考えているにもかかわらず、当該公開買付けに応じなかった株主が保護されない(注三五)、公開買付け成立後の追加期間、追加的に応募できる期間を導入するという提案(注三六)には説得力がある(定款中の選出権という不利を他の方法で保護することは難しい(注三七))、強圧性の観点から、このような対応を行うことに賛成できる(注三八)。

2 画一的な対応への疑問

ところが、上場廃止の局面を越えて、より一般的に選出権を導入するべきであるという議論には説得的な論拠が示されていないように思われる。

理論的には、支配の発動には二つの類型があ

る。第一は、従来は株主の株式所有構造が分散していた会社において、大株の株式を取得した支配株主が急増する場合がある。第二は、従来から支配株主が存在する会社において、支配株式が売買されることの結果として支配株主が交代する場合がある。

いずれの場合においても、支配の変動後の新しい支配株主がとらへる行動をとるのかは明らかではなく、新支配株主が徹底的な行動をとって、少数株主が不利をこうむるおそれがあることは論理的には否定できない。

もともと、支配の変動がもたらす企業価値を高め、少数株主の利益を確保する可能性も十分にある。たとえば、株式の保有構造が分散している会社では株主にさまざまなリターンを分配する無関心のせいで期待もならないに対し、支配株主がいる会社では合理的範囲の問題は克服可能である。そして「取組」で株主の構造と企業価値の取組との間には明確な関係はない(注三九)。

また、従来から支配株主が存在する場合、その旧支配株主も少数株主の株式を取得している可能性があり、新支配株主のほうがむしろ少数株主の利益を確保しないというところもあり得る。同じ日本の会社法が適用される以上、新旧の支配株主で、少数株主の確保の可能性に質的な差はない。

そのため、「支配株主の変動は少数株主に

とって不利をなすことである」という一般論は成り立たない(注四〇)。つまり、支配株主の存在は、プラスにはたらくしともあればマイナスにはたらくしともあるしるものなので、問題を画一的にとらえるのは必ず、ケース・バイ・ケースの対応が適切であるともいえる(注四一)。

確かに、もしも支配株主が少数株主を擁護することが顕著に行われしものであれば、類型的不当な不利を少数株主がこうむるおそれがあるという理由で、支配の変動の際に少数株主の保護を主張するという議論は説得的である。ところが、少なくとも日本の上場会社の現状において、類型的・構造的に支配株主が存在するせいで少数株主が不利をこうむっているわけではないようである(注四二)。

従来、支配・産廃会社関係の形成に関する法理論においては、支配株主存在による不利の側面が強調され、議論がそこに集中しがちである。以下の趣旨においても、不利な側面があるという点に注目して議論を限定するが、議論の出発点から異なる側面があるように思われる。

### 3 事後的な制度の限界は退出権の導入を正当化するか

支配株主による併取に対する少数株主の事後的な救済手段が明確には存在していない日本の

現状では、退出権に期待が集まることも理解できる面もある。しかし、理論としてはステップを飛びすぎているのではないという疑問がある。事後的な制度の限界があるとしても、事前の救済として退出権からトラスティックな方法を導入するところが常に正当化されるものではない。事前の制区として、退出権以外の手段(たとえば、少数派代表監査役、従属報告書、特別検査、企業集団の監査報酬システム、注記表による開示等(注四三))も十分に検討する必要があるはずである。このような他の手段を導入しても従属会社のカバナンスが十分に機能しない場合に限って退出権の導入を提案するのであれば説得力がある(注四四)。このようなステップを飛ばした救済が必ずしも説得的ではない。

### 4 退出権の導入は少数株主の保護になるのか

なぜなら、部分買付けを断じて全部買付けを義務づけるなどして退出権を導入しても、少数株主の保護になることは限らない(注四五)、企業買収のコストを高めるおそれがあるからである。

少数株主に対して退出権を与えるということは、原則として買収者は決して全部買付義務を課すということである。そうすると、買収者が全株式を買い付けるのに十分なファイナンスの

コストを負担できない場合には、このような企業買収が行われなくなるおそれがある。あるいは、部分買付けが実行される場合ならたならば五％の株式を取得したかどうかという買収者は、全部買付義務が断じての場合には五％の株式が応募される程度で買収提案をしが買収提案をしなくなり、部分買付けが断じられるならば設定したかどうかに関わらず、買収価格を提示するようになると予想され、結果として買収が成立する確率が低くなるというコストが発生すると予想される(注四六)。

このような議論は決して、欧州では既に企業買収が起きているのだから、このコストを過大報する必要があるという反論も予想される。しかし、ここで問題としているのは、一切企業買収が起らなくともというコストではなく、水戸下で企業買収を検討して挫折してしまっただけであるというコストのことである。そのため、欧州で企業買収が行われているということは、このコストの問題への反証にはならない。

また、全部買付けを義務づけても公開買付けが低く設定されるわけではないという懸念に対しては、ドイツのように、公開買付け価格の最低価格として、公開買付け開始前の一定期間の市場価格の平均価格以上で公開買付けを実行しなければならぬ(注四七)、といった規制を併せて導入すればよいという反論も考えら

れる。しかし、このような議論が入った場合の買収者の合理的な反応は、市場価格が高騰している場合には何れも多数株式買収することは避けたいので買収そのものを断念するというものだろう(注四八)。また、市場価格が低い場合には、買収者が設定する買付価格に影響を与えない。したがって、このような最低価格設定は、いずれにしても買収者株主の保護につながる保障はない。

### 5 自発的な公開買付けの義務を動機づける制度としての退出権

#### (1) 公開買付けを実行するを動機づけることとしての退出権

もともと、自発的に行われる公開買付け(オランタリーオファ)によって支配の変動が実現した場合に、少数株主の退出権は発生しないという点にこそ、欧州型の公開買付け規制を模倣するのであれば、退出権導入のコストはそれほど問題にする必要はないともいえる。

英国で義務的公開買付制度が適用されるのは、公開買付けによって支配を獲得した場合である。そして、英国公認では、義務的公開買付けが行われるのは年二〇件程度にすぎない(注四九)。つまり、英国の義務的公開買付制度は、公開買付け以外の方法で支配を取得した場合の買収者の頭目と大きくすることで、公開買付け以外の方法で支配を取得しないようにす

る抑止力として機能し、支配を取得するならば自発的に公開買付けを行うように動機づけてはいると分析することも可能である(注五〇)。

したがって、確かに欧州型の義務的公開買付制度は支配が移転した後の問題をとらえるのに対し、日本の強制公開買付けは支配が移転する時点の問題をとらえるという差が大きいと思われる。また、欧州型の義務的公開買付制度は、機能としては、支配を確保する時点で公開買付けを行わせるように動機づけるものでもであると分析できる。そうだとすると、公開買付けを行わせるという機能としては、日本の強制公開買付規制ともまっぴらではない。

したがって、この観点から考えると、支配の後継後に退出権を付与する制度を導入することによって状況が変わるのは、日本の強制公開買付規制が対象外とし、市場取引のみによる支配の取得の場合に、現職発行による支配の取得があることと併せて導入する見解もある(注五一)。そうだとすると、強制公開買付規制の効果を拡張するところのほうが、退出権の導入よりも直截的な方法である。そして、最後は、この二つの場合について検討する。

#### (2) 市場取引による支配の取得に対する規制

① 強制公開買付規制の抜本的拡張  
市場取引による支配の獲得についても強圧性

の問題があるため、これを現在の強制公開買付けの対象とし、公開買付けの強圧性の問題は二で検討した点によって対応しておくという立場がある(注五二)。具体的には、市場内外の取引による二六の二を意味する議決権を取得しようとする者は、公開買付けによるなければならぬとすることが考えられる。この立場は、公開買付けの強圧性を適切にコントロールするためには、強圧性を抑制すること(強圧的買取を妨げず、非強圧的買取を抑制すること)を公開買付けの目的の一つとする考え方である。この方法は、全額買付けの強制によって生じるコストが発生しない点で、理出権の導入よりも優れている。

これは、市場で安い価格で三〇%まで取得し、その後公開買付けで一〇%を取得するものより非強圧的買取の方が、非強圧的買取を成功させてしまうという問題があるのではないかと、疑問が予想される。しかしこの場合、公開買付け申請には二で述べた方法が導入されているので、公開買付けが成立するのは強圧的買取が成立する場合に限られる。したがって、強圧性の観点からは、三〇%まで市場で買取られるからといって、問題があるわけではない(注五三)。なお、以上の議論は、三分の一をすべて支配の移転の基準として採用する現行法の立場を前提としている。しかし、たとえ二六の二の程度でも支配の獲得は

可能な場合があるから、この基準を引き下げるべきではないかという問題もある。本稿では、この数字についての具体的な論議に基づく提案をする必要は乏しいが、この問題を考えるに当たっては強圧的買取で用いられること多い二〇%が有力な基準の一つといえる。

また、強圧性(理出権)ではなく、買取者間の平等という視点からも、市場取引による支配の禁止・公開買付けの強制というルールを正当化することは可能である。なぜなら、現在の公開買付け規制のもと、強圧買付けの禁止(金融法二七条の五)というルールが存在する場合、ある者が公開買付けを行っている期間中に、第三者が市場取引で支配を取得することが可能になっている、買取者間の平等に反するからである。買取者間競争する場合の競争条件が平等でなければ、支配権非移転の競争が健全に機能しないことを恐らざるを得ず、買取者間の平等を確保することが必要である(現在の公開買付け規制にも、「買取期間の平等」という観点からは部分的には存在している。金融法二七条の二第一項五号参照)。

④ 敵対的買取の妨げになるか

これは、公開買付けによる敵対的買取が成立した時点で存在しないことから、市場取引のみによる買取を抑制しようとする改正には慎重であるべきという有力な主張がある(注五四)。確かに、「敵対的買取が成功しない理由は公開

買付規制による不当なコスト負担のせいである」という可能性を否定するだけの根拠はない。そうだとすると、市場取引による支配の取得を封じるとは、敵対的買取はもとより、株主アラウドアーズまで牽制しにくくなるおそれもあり、弊害ではない可能性もある(日本では株主アラウドアーズは法的に対象企業の株主価値を増大させている傾向にある(注五五))。しかし、敵対的公開買付けが成立しない理由は、対象会社株主の視点からいって、敵対的公開買付けに当たることによって得られる利益(買取プレミアム)は出て、公開買付けに交渉しないことの利益(株式持合などを通じて得られる利益等)、敵対的買取への嫌悪感を行動で示すことによって得られる利益等)のほうが大きいと考えられるから、公開買付けが失敗したのではないかと考えられる。それに加えて、敵対的買取に比して防衛策が強力であること、対象会社の取締役が体面を固めているだけであつても対象会社株主からの批判が十分に強くないこと、そして、敵対的買取に対する対象会社の迅速な対応が強いために、買付価格を十分に引き上げてまで敵対的公開買付けを成立させようとする買取者の利益にならないといった要因が考えられるだろう。

したがって、以上の公開買付けの改正それ自体が、敵対的買取の妨げになるわけではないように思われる。

(ii) 第三者割当てによる支配の移動  
次に、新株の第三者割当てによる支配の獲得については、現在の状況では問題があるのだとしたら、権限分配の問題として、支配の移動をもたせようとする株主発行第三者割当てを取締役会のみで実行できしてしまうことだろう(注五六)。なお、実証的には、第三者割当てによる支配の譲渡による一般株主への影響は株価を多少上げさせており、このプレミアムは合併の場合よりも低いという研究がある(注五七)。しかし、プレミアムが低い支配の譲渡であるにもかかわらず、株主の意思を問わずに取締役会だけで決定できてしまうという点に、合併の場合と比較した第三者割当ての問題がある。

この問題は、第一次的には株主総会・取締役会の権限分配の問題として解決すべきである。もしも、取締役会の権限とするところを望ましいのであれば、第三者割当てによる支配の移動は、強制公開買付けの対象とする根拠とはならない。なぜなら、公開買付けを強制することは、二で述べたような強圧性に対する公開買付け規制を厚化するのであれば結局は株主の意見を覆つことになるからである。

逆に、もしも、支配の移動をもたらすような新株発行には株主総会決議が必要であるというルールを適用しようとする(注五八)(なお、公開買付け規制において強圧性の問題を解消する措

置を容認するのであれば、支配の移動に際しては対象会社の株主の意見を問うということになるが、新株発行による支配の移動に際しては株主総会決議を要するというルールとは整合的である)。そのような株主総会決議を確守に行われた新株発行による支配の獲得が行われた場合には、少数株主に理出権を与えなからして、会社法上のルールのエンフォーースメントの厳格性を確保せよと機能公開買付けが狙う余地がないわけではない。しかし、新株発行の差止めや無効確認訴訟といった救済手段の改善こそが本筋だろう。たとえば、取引の安全や、債権者の保護を懸念して新株発行の無効を制限的にしめぬことは議論に堪えては、当該割当てを受けた者の手元には株式がある限りはその議決権の行使や譲渡ならという二重の導入も選択肢の一つとして考えられる(注五九)。

したがって、新株発行における権限分配の問題としての検討の必要はあるとしても、いずれにしても公開買付け申請で対応する必要はあまりない。

四 むすび

現在日本の公開買付け申請で改革が必要なのは、理出権の考え方をいれることではなく、強圧性の問題には応ずることである。この観点からは市場取引のみによる支配の取得も規制の対

象とする必要はない。他方で、理出権の導入は、その出現点における問題認識と、その解決策のリエスマンツをどうリエスマンツを起している。強圧性に対する改正を行えば、公開買付け申請において全額買付け義務を課すような思出権を導入する必要はない。

なお、以上の検討は、公開買付け規制を議論しているところから明らかとなり、上場会社を念頭に置いた議論である。閉鎖会社における支配の移動の規制については、本稿の検討の対象外とする。

(注一) 本件については飯田隆雄「下米米ウ少数株主損害賠償請求事件最高裁判所の検討」本誌一九一三号(二〇一〇)四頁参照。

(注二) 奈須直久「経済産業省意見(今後の企業法制の在り方について)」本誌一九〇六号(二〇一〇)四一頁、四九頁、大田洋一・山本龍光「支配株主のバウカト権と少数株主のセパレート権(二〇一〇)との論議と課題」本誌一九〇七号(二〇一〇)四九頁、一〇二頁(二〇一〇)三四頁参照。

(注三) 藤澤純一「稀産・日本の企業買取ルール」ライオン・アンド・パートナーズ「強圧的買取の弊(は)正しかりか」本誌二〇〇八号(二〇〇七)一七頁、一八頁、二〇頁、中東正文「会社法改正論議と買取防衛策」株主価値「企業法改正の総合的論議」(注四)本誌二〇〇九号(二〇〇九)一〇八頁、一〇九頁、大田洋一・山本・龍光(注五)一九一〇号四八頁、四九頁、Hiroyuki Watanabe, Designing a New Take



用がコスト負担を減らす方法で強行性への対応を要する必要性はないだろう。

(注三二) 原田・前掲(注二)一〇四頁、松井・前掲(注二)二八頁、秦須野・前掲(注二)四九頁参照。

(注三三) 秦須野・前掲(注二)四九頁。

(注三四) 富嶋尚「企業統合法の題意」(弘法堂一九八九年)六六頁一—二二頁のところで、株主と会社との間の対衝関係は一種の競争的対衝関係であり、しかも競争的には個人が従ってその法律関係を解除する権利が存在し、事情変更の原則・契約不履行の一般原則(信託の放棄・給付内容の変更)とこの私法体系に於ける基本法理からみて、契約の履行条件または株主の意欲した目的を達成することになる場合には、株主の解除権が認められる(合併・事業譲渡・定款変更による株式譲渡期間の場合には株式買取請求権が規定されている)と同様に、会社は支配・被支配関係に陥るとして事情の変更は認許されるので解除権が認められる」という考え方を示している。一般的に、事情の変更・信託関係の放棄が認められる場合には信託関係には信託義務が認められると、これを論議に至るであろう。

(注三五) 熊谷・前掲(注四)三三頁参照。

(注三六) 北村・前掲(注一)一七頁。

(注三七) 既に述べた通り、開始の時点では、上場停止を自ら怠らざるところで上場を付けない公開買付けを遂行し、結果として多くの応募があり、上場停止基準に抵触し、廃止が出てきたなどの理由から安全手会社に切り替えるという条件があることと推察されている。前田豊彦「金

る)参照。

(注四八) 英国におけるアンタクトリーマンの件案については、熊田・前掲(注四)九五頁、注五二、富嶋尚「英国企業買収規制の「先述」とは何か」(「法政」No.477)一七六頁(二〇〇九)八頁、九七頁参照。

(注五〇) 渡辺・前掲(注四二)(頁首から二つまで)を著者の公開買付権が存在するところから、安易な支配権の移転への弾力を抑えたいところである。なお、ドイツではアンタクトリーマンの件案に於けるアンタクトリーマンの件数と同水準であり、このことをアンタクトリーマンとポランツリーマンの件数が少ないか少ないと認識する見解(Harald Baum = Christoph Kumpan = Felix Steffek = 渡辺尚文「ドイツ企業買収法をめぐる論議」(「ドイツ法研究」)一六九頁一七九頁一八〇頁(Baum 発言))と、M & A取引とはまもなく無関係で、競争業務を兼ねたままに行われるアンタクトリーマンの件数が多いからだと認識する見解(Baum はか・前掲(注二五)一〇〇頁(Falkenhausen 発言))がある。

(注五一) 秦須野・前掲(注二)四九頁。

(注五二) 原田・前掲(注四)一〇二頁、田中・前掲(注二二)一三頁一三七頁参照。また、証券取引法改正のあり方(「法政」一九〇七号(二〇一〇)五頁)一三頁は「一段落を越えることでの第三者割当てが株主総会決議事項となることと条件に、第三者割当てに於ける取得を公開買付権の対称とする」とを主張している

競争譲渡型と見なす個人救済案」(「日本経済研究センター」編「M & A 時代のアンタクトリーマンと株主利益——効率的で公平な資本市場をめざして——」(日本経済研究センター、二〇〇八)七五頁、七八頁一七九頁)。

(注三二) 中真・前掲(注三)一〇五頁参照。

(注三三) 三浦尚樹「J・アンタクトリーマンと「競争」の仮り方——実証的検証——」(「日本経済研究センター」、二〇〇八)一七頁一三五頁参照。

(注三四) Luca Enriquez, *The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent-Seeking?*, in REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE 767, 785 (G. Ferrarini et al. eds., 2004)。

(注三五) 新井雄雄「日本企業へのバトンパスとM & A」(「日本経済研究センター」編「日本企業株主権理とM & A——ガバナンスの取組と手直し——」(日本経済研究センター、二〇〇九)一頁、二二頁一六六頁参照)。

(注三六) 六田幸一「新田敏子・高島英昭「親子上場をめぐる論議」に於ける問題意識」(「信託・競争」の観点から)——本誌一八九号(二〇一〇)三八頁一八九頁(二〇一〇)四頁一九〇〇号(二〇一〇)三三頁、加藤忠隆「上場手直しと企業統治——企業価値・取組とM & Aの関係を築く」(「日本経済研究センター」編・前掲(注四二)三五頁)を参照。

(注三七) 渡辺尚文「企業買収規制の増進——中央経済社、二〇〇八)一六四頁一八四頁参照。

(注四八) 前掲・前掲(注四三)一八五頁、又

る。

(注五三) 詳細は「Bebchuk, supra note 23, at 1790-1792 参照。

(注五四) 熊田・前掲(注四)三三頁。

(注五五) 井上光太郎「アンタクトリーマンと株主権を解するもの——日本における株主権の保護」(「日本経済研究センター」編・前掲(注四二)一三頁参照)。

(注五六) 法制審議会各社法部委員会第五回会議(平成二二年五月二九日開催)「競争譲渡——企業買収の在り方」(「閣議決定」)四頁一五頁( <http://www.moj.go.jp/content/000054780.pdf> )。出本泰広「不規則な第三者割当ての禁止に於ける取組み——銀行と証券市場の議論——」(本誌一九一三号(二〇一〇)三四頁)参照。

(注五七) 鈴木一功「M & A取引と第三者割当て」(「日本経済研究センター」編・前掲(注三七)一四一頁)。

(注五八) 立法論としては取引所等の自主規制として取組むものとして、開會散会「公正な競争環境」とその関係(二・安)「既述」(「法政」一九〇七号(二〇一〇)七三頁)一三頁、松谷・前掲(注五二)一三頁、渡辺尚文「「企業買収」(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

(注五九) 渡辺尚文「企業買収規制の「先述」とは何か」(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

(注六〇) 渡辺尚文「企業買収規制の「先述」とは何か」(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

配分には、競争的取組を伴うことは包括的影響力の行使により、従属会社の経営保護のための管理体制作成に際し、得な利益となる場合であることと、選出権の発生によることを提案している。

(注四九) 競争的公開買付制「スニッチ・アップ」(「ヤマト・ドットコム」)と「競合買付制」の関係に関する分析については、Mike Burkart & Fausto Panunzi, *Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*, in REFORMING COMPANY AND TAKEOVER LAW IN EUROPE 737 (G. Ferrarini et al. eds., 2004) 参照。

(注五〇) 渡辺尚文「企業買収規制の「先述」とは何か」(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

(注五一) 渡辺尚文「企業買収規制の「先述」とは何か」(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

(注五二) トムタケフミ「日本のM & Aと競争的買付制」(「日本経済研究センター」編・前掲(注三七)九六頁一〇〇頁)参照。

(注五三) トムタケフミ「日本のM & Aと競争的買付制」(「日本経済研究センター」編・前掲(注三七)九六頁一〇〇頁)参照。

(注五四) トムタケフミ「日本のM & Aと競争的買付制」(「日本経済研究センター」編・前掲(注三七)九六頁一〇〇頁)参照。

(注五五) Falkenhausen はか・前掲(注二五)一〇一頁一〇二頁(Falkenhausen 発言)「市場価格が高騰している場合に、トランプの競合買付規則のせいで買収が実行できなくなり、競合買付

の柔軟化」(本誌)一七三頁(二〇一〇)一三五頁参照。ただし、「競合買付制」を「買付権」を狭くするとは、競争的買付制のあり方(「法政」)一七六頁(二〇〇九)八頁参照。

\* 注五五) Tomotake Fujita, *The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Development in the Mandatory Offer Rule*, 3 UT SOF L. Rev. 24 (2011) に基づく。

(ふたつ、わが国)





### 第1款 1号の規制対象取引の概要・趣旨

#### 1 1号の規制対象となる取引の概要

法27条2第1項1号は、取引所金融商品市場外における買付け等の後における株券等所有割合が5%を超える場合における当該株券等の買付け等については、公開買付けによらなければならないと定めている。

ただし、株券等の買付け等が

- ① 店頭売買有価証券市場（令6条の2第2項）における取引
  - ② 著しく少数の者から行う買付け等（令6条の2第3項）
- のいずれかに該当する場合には、公開買付けは不要とされている。

#### 2 1号の規制趣旨

本号の趣旨については様々な考え方が存在し得るが、究極的には、本号の趣旨は、当事者間に情報の格差がある等の理由により対等な交渉を期待できないような場面では、株主に対する提供圧力が生じて不公正となるおそれがあるため、そのような場面において一般株主を保護するところにあると考えられよう。詳細は、前記第一編第2章2(2)(23頁)を参照されたい。

### 第2款 1号の各要件に関する検討

#### 1 市場外における買付け等

##### (1) 概要

本号の規制対象は、「取引所金融商品市場外」における買付け等であるが、ここでいう「取引所金融商品市場」とは、「金融商品取引所」<sup>16</sup>の開設

<sup>16</sup> 法80条1項の規定により「内閣総理大臣の免許を受けて金融商品市場を開設する金融商品会員制法人又は株式会社」をいう（法2条16項）。

## 資料9

第2節 多数の者から市場外買付け等を行い株券等所有割合が5%を超える場合  
する金融商品市場<sup>17</sup>」<sup>18</sup>をいう（法2条17項）。

市場内取引が強制公開買付規制の対象とならない理由としては、市場内取引が、「①誰でも参加できる公開の取引」であり、②競争売買により取引価格が形成され、③取引数量および価格が公表され取引の透明性が一定程度確保されていると考えられる」ことが挙げられている<sup>19</sup>。要するに、「取引の公正および流通の円滑を図るべくすでに十分な規制がされている」ので、更に公開買付けの手続きを強制する必要性はないと考えられている<sup>20</sup>。

### 【実務・解釈上の論点<sup>21</sup>】 PTS取引・グリーンシート等と「取引所金融商品市場」

- 1 私設取引システムにおける取引（以下、「PTS取引」という）<sup>22</sup>は、金融商品取引法上は「取引所金融商品市場外」における取引に該当することになると考えられるが、PTS取引の中には、我が国における一般的な市場内取引と同様に、①誰でも参加できる公開の取引であり、②競争売買により取引価格が形成され、③取引数量および

<sup>17</sup> 「有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う市場」をいう（法2条14項）。

<sup>18</sup> 有価証券報告書提出会社の株式が、日本国外の市場に上場されている場合（①日本の上場企業が外国の市場において上場している場合（たとえばソニー株式会社やトヨタ自動車株式会社等）と、②外国の上場企業が日本の市場でも上場している場合（たとえばCitigroup Inc.、Deutsche Telekom AG等）が考えられる）において、当該外国市場における取引に我が国の強制公開買付規則が適用されるかが論点となることがある。この点については、(1)国外の市場は、条文は「取引所金融商品市場」に該当しないと思われるが、本文①②③の点を我が国における一般的な市場内取引と同程度に満たしている国外市場については我が国の取引所金融商品市場と同列に扱う余地があるのではないかとという議論と、(2)そもそも、国外における取引にはどのような範囲で我が国の公開買付規則が及ぶかという議論（域外適用の議論）をあわせて論じる必要がある（【実務・解釈上の論点<sup>21</sup>】も参照されたい）。

<sup>19</sup> 新しい公開買付制度 30頁。

<sup>20</sup> 注釋 256頁。

<sup>21</sup> 法2条8項10号において、「有価証券の売買又はその媒介、取次若しくは代理であつて、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として次に掲げる売買価格の決定方法又はこれに類似する方法により行うもの（取り扱う有価証券の種類等に照らして取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場（第67条第2項に規定する店頭売買有価証券市場をいう。）以外において行うことが投資者保護のため適当でないとも認められるものとして政令で定めるものを除く。）」と定義される取引である。

価格が公表され、取引の透明性が一定程度確保されていると言い得るものも存在すると思われる。前記本文のとおり、市場内取引が強制公開買付規制の対象とならない理由が前記本文①②③の点にあると説明されていることからすれば、PTS取引の中でも前記本文①②③の点を我が国における一般的な市場内取引と同程度に満たしているものについては、一律に強制公開買付規制を及ぼす必要があるかどうか、立法論としては検討を要する事項であろう<sup>22</sup>。しかし、現行法下においては、PTS取引は、強制公開買付規制の適用がある「取引所金融商品市場外」における取引と解さざるを得ないであろう。

2 とところで、PTS取引を「取引所金融商品市場外」における取引と解釈して1号の適用を考える場合、PTS取引による買付け等は、「同時に多数の者を」相手方当事者として行うこととなるが、このPTS取引を、後記本文3において述べる著しく少数の者からの買付け等における相手方のカウント方法との関係で、どのように取り扱うべきかが論点となる。

この点、1回の取引であっても多数の者を相手方とする以上、すべての相手方の人数をカウントすると考えるのが法文上は自然であろうが、PTS取引の許容される範囲を不当に狭めないため、1回の買付け等について1名と擬制する等の解釈上の工夫ができないかという点も検討を要する事項といえる<sup>23</sup>。

3 なお、「取扱有価証券」(法67条の18第4号)に該当する、いわゆるグリーンシート銘柄については、グリーンシートに該当する、いわゆる「取引所金融商品市場外」における取引に該当することから、その株券等の発行者が有価証券報告書を提出しなければならぬ者であ

22 立法論としては、各原則適用類型の趣旨を考慮し、PTS取引やグリーンシートでの取引は、1号との関係では強制公開買付規制の適用対象外としつつ、2号ないし6号との関係では適用対象とする、といった整理もあり得るだろう。

23 実務54頁。

る場合には、強制公開買付規制の対象となると解されることにも留意が必要である<sup>24</sup>。グリーンシートに関しても、立法論あるいは解釈論として、上記のPTS取引に関する議論と同様の議論ができな

## (2) ToSTNeT取引等

### a ToSTNeT取引等

取引所金融商品市場における有価証券の売買等のうち競売買の方法によらない取引(「特定売買等」)。以下、便宜的に「ToSTNeT取引等」と呼ぶことがある。「取引所金融商品市場」における取引には該当する<sup>25</sup>。また、本号との関係ではToSTNeT取引等を市場外取引と同列に扱うような規定<sup>26</sup>も存在しないため、ToSTNeT取引等は本号の適用を受けない。したがって、ToSTNeT取引等により株券等所有割合が5%を超えても、本号の違反とはならない。

### b 1号と3号の関係

なお、3号がToSTNeT取引等を別途強制公開買付規制の対象としているのに対し、本号(ある)は、その他の原則適用類型)がこれを規制対象としていないことに関しては、立会外取引が一定の株式ポートフォリオをバスケットとして行う取引や大量の株式の一括取引等の円滑な取引執行を可能とするために導入され、そのような機能を果たしていることを踏まえ、3号の導入が過度な規制にならないよう、「立会外取引のうち相対取引と類似した一定の取引で小規模なものについては、公開買付規制の適用対象としない」という観点から、対象会社の支配権に影響しないものと考えられ

24 実務54頁。なお、グリーンシート銘柄を対象とした公開買付けとしては、ティー・ハンスオナー一号投資事業有限責任組合によるティー・ブレイン証券の株式に対する公開買付け(平成19年6月12日付公開買付届出書提出)がある。

25 たとえば、ToSTNeT市場は、法80条1項に基づく内閣総理大臣の指定を受けた金融商品取引所である東京証券取引所が開張する有価証券の売買または市場デリバティブ取引を行う市場であり、「取引所金融商品市場」にあたる。

26 たとえば、4号の市場外5%超要件においては、「特定売買等」を、取引所金融商品市場外における買付け等と同列に扱う規定ぶりからとらえている。

今泉 勇 (いまいずみ いさむ)

西村あさひ法律事務所弁護士。2004年東京大学法学部卒業、2006年第一東京弁護士会登録。一般企業法務、M&A/組織再編、株主総会対応、資金決済法関連業務を扱う。

主な著書・論稿(共著を含む)として、「第三者制当の有利発行適法性意見制度と実務対応Ⅱ・Ⅲ・Ⅴ」旬刊商事法務1873号、1875号、1880号、「会社法・金商法実務質疑応答」(商事法務、2010年)、「早わかりQ&A 資金決済法」(日経BP社、2010年)。

田端 公美 (たばた くみ)

西村あさひ法律事務所弁護士。2004年京都大学法学部卒業、2006年京都大学大学院法学研究科法曹養成専攻修了、2007年第一東京弁護士会登録、2009年経済産業省経済産業政策局産業組織課出向(課長補佐)。M&A/組織再編、海外M&A、税制、コーポレート・ガバナンス、会社法・債権法改正などを担当。

主な著書(共著を含む)として、「会社法制見直しの論点」(商事法務、2011年)、「会社法・金商法実務質疑応答」(商事法務、2010年)、「完全講義 民事裁判実務の基礎—訴訟物・要件事実・事実認定」(2009年、民事法研究会)など。

六川 美里 (ちくかわ みさと)

西村あさひ法律事務所弁護士。2007年中央大学法学部卒業、2008年第一東京弁護士会登録。

迎 奈央子 (むかい なおこ)

西村あさひ法律事務所弁護士。2004年慶應義塾大学法学部法学学科卒業、2007年慶應義塾大学大学院法務研究科卒業、2008年第二東京弁護士会登録。

田中 麻理恵 (たなか まりえ)

西村あさひ法律事務所弁護士。2006年東京大学法学部卒業、2008年東京大学大学院法学政治学研究科法曹養成専攻修了、2009年第二東京弁護士会登録。

主な著書(共著を含む)として、「最近の消費者裁判例と集团的・画一的処理への適合性」ビジネス法務2011年2月号。



金商法大系 I 公開買付け (1)

2011年5月25日 初版第1刷発行

著者 証券法研究会

発行者 大林 譲

発行所 経商事法務

〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町3-9-10  
TEL 03-5614-5643・FAX 03-3664-8844(営業部)  
TEL 03-5614-5649(書籍出版部)  
<http://www/shojihomu.co.jp/>

落丁・乱丁本はお取り替えます。印刷/大日本法令印刷  
© 2011 証券法研究会 Printed in Japan

Shojihomu Co., Ltd

ISBN978-4-7857-1856-5

\* 定価はカバーに表示しております。

## ○損害賠償請求事件（平成20年（受）第1631号 破産自判）

【上告人】 被控訴人 被告 トリニティ・インベストメント株式会社

代理人 荒井紀充 ほか

【被上告人】 控訴人 原告 宏盛 弘人 代理人 古川和典 ほか

【第1審】 東京地方裁判所 平成19年5月29日判決

【第2審】 東京高等裁判所 平成20年7月9日判決

### ○判示事項

証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの7条5項4号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」に、特定買付け等（同施行令7条5項にいうもの）の対象とならない株券等は含まれるか

### ○判決要旨

証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの7条5項4号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」には、特定買付け等（同施行令7条5項にいうもの）の対象とならない株券等は含まれない。  
（補足意見がある。）

【参照】 証券取引法（平成18年法律第65号）による改正前のもの27条の2第1項ただし書6号、その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で命令で定めるもの（以下この章及び第27条の3の11（第4項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならぬ発行者の株券等につき、当該発行者以外の者による取引所有価証券市場における有価証券の売買等（値売買の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣府令7条5項にいうもの（第4号において「特定売買等」という。）を除く。第1号において同じ。）による買付け等（株券等の買付けそ

民集64巻7号 1843（125）

の他の有価証券をいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）以外の買付け等は、公開買付けによらなければならない。ただし、次に掲げる株券等の買付け等については、この限りでない。

六 株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第7項第1号に掲げる者のうち内閣府令で定めるものに限る。）から行う株券等の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等

証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの7条5項4号5 法第27条の2第1項第6号に規定する政令で定める株券等の買付け等は、次に掲げるものとする。

四 株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であつて、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等

発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの3条の2の4第1項、2項 令第7条第5項第4号に規定する株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合は、株券等の所有者が25名未満である場合とする。

2 令第7条第5項第4号に規定するすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合は、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該株券等のすべての所有者から提出された場合とする。

金融商品取引法第27条の2第1項ただし書 その株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第27条の3の11（第4項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならぬ発行者又は特定上場有価証券（流通状況がこれに準ずるものとして政令で定めるものを含む、株券等に限る。）の発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が行う買付け等（株券等の買付けその他の有価証券をいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）であつて次のいずれかに該当するものは、公開買付けによらなければならない。ただし、新株予約権を有する者が当該新株予約権を行使することにより行う株券等の買付け等及び株券等の買付け等を行う者がその者の特別関係者（第7項第1号に掲げる者のうち内閣府令で定める

1844（126） 民集64巻7号

ものに關る。) から行う株券等の買付け等その他政令で定める株券等の買付け等は、この限りでない。

金融商品取引法施行令第6条の2第1項7号、法第27条の2第1項ただし書に規定する政令で定める株券等の買付け等は、次に掲げる株券等の買付け等(同項に規定する買付け等をいう。以下この節において同じ。)とする。

七 株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であつて、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等

発行者以外の者による株券等の公開買付けの明示に関する内閣府令の5第1項、2項、令第6条の2第1項第7号に規定する株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合は、当該株券等の所有者が25名未満である場合とする。

2 令第6条の2第1項第7号に規定するすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合は、次に掲げる区分に応じ、当該各号に定める場合とする。

一 特定買付け等の後の当該特定買付け等を行ふ者の所有に係る株券等の株券等所有割合(法第27条の2第8項に規定する株券等所有割合をいう。以下この号において同じ。)とその他の特別関係者(法第27条の2第8項第2号に規定する特別関係者をいう。)の株券等所有割合を合計した割合が3分の2以上となる場合であつて、当該特定買付け等の対象とならぬ株券等(以下この号において「買付け等対象外株券等」という。)があるとき 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出され、かつ、買付け等対象外株券等についてイ又はロの条件が満たされている場合

イ 特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意することにつき、当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会(会社法(平成17年法律第86号)第2条第14号に規定する種類株主総会をいう。第5条第5項において同じ。)の決議が行われていること、

ロ 買付け等対象外株券等の所有者が25名未満である場合であつて、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該買付け

民集64巻7号 1945 (127)

等対象外株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。

二 前号に掲げる場合以外の場合 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出された場合

### ○ 主 文

原判決中、上告人敗訴部分を破棄する。

前項の部分につき、被上告人の控訴を棄却する。

控訴費用及び上告費用は被上告人の負担とする。

### ○ 理 由

上告代理人西井紀宏ほかの上告受理申立て理由(ただし、排除されたものを除く。)について

1 本件は、カネボウ株式会社(以下「カネボウ」という。)の発行する普通株式を保有していた被上告人が、上告人において、カネボウの発行する種類株式に係る株券を買い付けるに当たり、普通株式と共に公開買付けによらなければならないにもかかわらず、これによらなかつたことが違法であり、その結果、その保有していた普通株式を売却する機会を逸し、損害を被つたなどと主張して、上告人に対し、不法行為に基づき損害賠償を求める事案である。

2 原審の違法に確定した事実関係の概要は、次のとおりである。

(1) 平成18年1月当時、カネボウの発行する株式のうち、C種類株式(議決権はあるが、利益配当請求権はなく、同年10月1日以降であれば普通株式への転換が可能であるという内容の種類株式)に係る株券の所有者は、株式会社産業再生機構(以下「産業再生機構」という。)及び株式会社カネボウ化粧品(以下「カネボウ化粧品」という。)の2名のみであつたが、他方、普通株式に係る株券の所有者は多数おり、被上告人も、カネボウの発行する普通株式1500株を保

1946 (128) 民集64巻7号

有していた。

(2) 上告人は、〇種類株式に係る株券の買付けを公開買付けによりな行いで行うことにつき、産業再生機構及びカネボウ化粧品社の同意を得た上で、平成18年1月31日に産業再生機構から、同年2月21日にカネボウ化粧品から、それぞれが所有する上記株券の全部を公開買付けにより買付け付けた(以下「本件各買付け」という。)

### 3 公開買付けの要否に関する法令等

(1) 平成18年法律第65号による改正前の証券取引法(以下「証券取引法」という。)は、27条の2第1項本文において、その株券等(同項に規定する有価証券をいう。以下同じ。)について有価証券報告書を提出しなければならない発行者の株券等につき、当該発行者以外の者が、取引所有価証券市場外において買付け等を行う場合には、公開買付けによらなければならないとして、上記の場合における公開買付けの原則を定めるとともに、その例外を定める同項ただし書6号において、「政令で定める株券等の買付け等」については、公開買付けによる必要はない旨を定めていた。

(2) 上記(1)の「政令」である平成18年政令第377号による改正前の証券取引法施行令(以下「施行令」という。)7条5項4号は、上記(1)の「政令で定める株券等の買付け等」として、①株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であって、②当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等を規定する。

これと同旨の規定は、平成15年政令第116号証券取引法施行令の一部を改正する政令により新たに設けられたものであり、その後、政令への委任の根拠となる規定であった平成16年法律第97号による改正前の証券取引法(以下「旧証券法」という。)27条の2第1

民集64巻7号 1847 (129)

項ただし書の号数の変更等に伴う改正がされたものの、上記①及び②の内容自体は、本件各買付けの時点まで何らの変更もされてはいない。

(3) 上記②の「内閣府令」である平成18年内閣府令第86号による改正前の「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」(以下「他社株府令」という。)3条の2の4第1項は、上記②の①の「株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合」を「株券等の所有者が25名未満である場合」と定め、また、同条2項は、上記②の②の「当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合」を「当該株券等に係る特定買付け等と公開買付け等とを併せて行わないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該株券等のすべての所有者から提出された場合」と定め、

この規定は、平成15年内閣府令第28号の改正により新たに設けられた規定であり、本件各買付けの時点まで何らの変更もされてはいない(以下、施行令7条5項4号及び他社株府令3条の2の4第1項の定める株券等の所有者の人数についての要件を「25名未満要件」、施行令7条5項4号及び他社株府令3条の2の4第2項の定める株券等の所有者の同意についての要件を「同意要件」という。)

(4) 上記②及び③にいう特定買付け等とは、株券等の買付け等を行う相手方の人数と、当該買付け等を行う日前60日間に、取引所有価証券市場外において行った当該株券等の発行者の発行する株券等の買付け等の相手方の人数との合計が10名以下である場合における株券等の特定買付け等(施行令7条5項1号、同条4項)。

上記の特定買付け等については、平成15年政令第116号及び同年内閣府令第28号による改正前は、当該株券等の買付け等を行う者及びその特別関係者の株券等所有割合の合計が3分の1を超えない場

1848 (130) 民集64巻7号

合につき、公開買付けによる必要はないものとされていたところ、更に、上記改正により、25名未満要件及び同意要件をいづれも充足する特定買付け等については、上記の割合の合計が3分の1を超える場合であっても、公開買付けによる必要がないものとされた。

4 原審は、次のとおり判断し、被上告人の上告人に対する請求を9400円及びその遅延損害金の支払を求める限度で認容した。

(1) 施行令7条5項4号、他社株券令3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」とは、買付者が、種類株式を発行している会社の特定の種類株式を取引所有証券市場外において買い付けることを企図している場合においても、当該買付けの対象とされた種類株式に係る株券等のみならず、当該買付けの対象としていない株券等も含めたすべての株券等をいうものと解すべきである。

(2) カネボウにおけるC種類株式に係る株券の所有者は産業再生機構及びカネボウ化粧品品の2名であったが、他に普通株式に係る株券の所有者が多数いたから、本件各買付けは、施行令7条5項4号、他社株券令3条の2の4第1項及び第2項所定の要件を充足していないので、公開買付けによらないことができない場合に当たらない。本件各買付けを公開買付けによらずに行なったことは、普通株式の株主である被上告人との関係でも違法なものとして、不法行為を構成する。

5 しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

(1) 平成15年政令第1116号及び同年内閣府令第28号による改正により、施行令7条5項4号、他社株券令3条の2の4第1項及び第2項において、25名未満要件及び同意要件をいづれも充足する特定買付け等については、当該特定買付け等を行う者及びその特別関係者の株券等所有割合の合計が3分の1を超える場合であっても、公開買付けによる必要がないものとされ、公開買付け規制に新たな例外が

設けられたことは、前記3のとおりである。上記改正は、企業活動の活性化のためには、事業再編等を容易にできるようにする必要があるにもかかわらず、上記改正前における公開買付け規制が、経営支配権の移動を伴う株式等の相対取引を制約し、事業再編等の支障となっていたことから、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化を図ることなどを目的として行われたものであって、25名未満要件及び同意要件を充足する特定買付け等については、公開買付けによらずに買付けを行いたい得るものとすることがその目的に資するとの判断に基づくものである。

ところで、旧証券法27条の2第1項は、株券等の買付け等を行う者が特定の種類の株券等のみを買付け等の対象とし得ることを前提として、買付け等の対象としようとする種類の株券等の買付け等についての公開買付けの要否を規律したものであるから、同項5号の規定を受けて定められた25名未満要件及び同意要件も、買付け等の対象としようとする特定の種類の株券等の特定買付け等について、これを公開買付けによらずに行うための要件を定めたものと解するのが合理的である。そして、事業の再編等のためには、その再編等のために発行された特定の種類の株券等のみを特定買付け等を行うことが必要な場合がある上、有価証券報告書の提出義務を負うのは、証券取引所に上場されている有価証券を発行する会社等（旧証券法24条1項）であるから、一般に、その会社が発行する株券等の所有者が多数に及ぶことは明らかであって、このような実情や上記改正の目的をも考慮すると、上記各要件は、買付け等の対象としようとする特定の種類の株券等の特定買付け等を前提として定められたものというべきである。上記各要件という「株券等」を当該特定買付け等の対象とならない種類の株券等（普通株式に係る株券を含む。）も含めたすべての株券等を意味するものであると解すると、上記各要件が充足される余地は実際

上極めて限定されたものとなり、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化のために上記の各規定が設けられた趣旨がおよそ没却されることになる。

以上に加え、特定買付け等が公開買付けにより行われるか否かは、当該特定買付け等の対象となる特定の種類の株券等の所有者の利害に直接影響するものであるものの、その株券等の所有者において当該特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき同意しているのであれば、その株券等の所有者にその株券等の公開買付けによる売却の機会を保障する必要はないことから、同意要件を設けたものであつて、特定買付け等を行う者において買付けの対象としない他の種類の株券等があるとしても、その所有者の利害に重大な影響を及ぼすものではないものとして、その同意は必要とされなかつたものと解するのが相当である。

そして、本件各買付けの時点で適用される施行令7条5項4号、他社株府令3条の2の4第1項及び第2項の定める25名未満要件及び同意要件の内容が、上記平成15年改正後の証券取引法施行令7条5項4号及び他社株府令3条の2の4第1項及び第2項のそれと異なるところがないことは、前記3②及び3③のとおりである。

要旨 以上によれば、施行令7条5項4号、他社株府令3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」には、特定買付け等の対象とならない株券等が含まれると解する余地はないものというべきである。

(2) そうすると、本件各買付けにつき、25名未満要件及び同意要件を充足しているか否かを検討するに当たり、買付けの対象とされたC種類株式に係る株券以外の株式等に係る株券等の所有者の人数やその同意の有無を考慮する余地はない。そして、前記事実関係によれば、上告人が特定買付けの対象としたC種類株式に係る株券の所有者は、産業再生機構とカネボウ化粧品とのみであり、その買付けを公開買付け

民集64巻7号 1851 (133)

によらないで行うことにつき両名の同意を得ていたというのであるから、本件各買付けを公開買付けによる必要はなく、本件各買付けを公開買付けによらずに行つたことは、証券法27条の2第1項に違反するものとはいえず、普通株式の株主である被上告人との関係で、不法行為法上違法なものであるといふことはできない。

6 上記と異なる見解の下に、被上告人の請求を認容した原審の判断には、判決に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。論旨は理由があり、原判決中、上告人敗訴部分は放棄を免れない。そして、以上脱示したところによれば、同部分に関する被上告人の請求は理由がなく、これを棄却した第1審判決は正当であるから、上記部分につき、被上告人の控訴を棄却することとする。

よつて、裁判官全員一致の意見で、本文のとおり判決する。なお、裁判官須藤正彦の補足意見がある。

裁判官須藤正彦の補足意見は、次のとおりである。  
私は法廷意見に賛成するものであるが、本件各買付け後に改正された証券取引法、同法施行令及び内閣府令の規定が、基本的に現行の金融商品取引法等にも引き継がれており、かつ、前記4①の原審の判断は、その改正内閣府令の解釈をも根拠としているので、それらのことにかんがみ、以下の点を補足しておきたい。

1 公開買付けは、会社支配権や株価に重大な影響を及ぼし得る取引有価証券市場外での大量の株券等の取得に際して、情報を開示させ、一般株主にも保有株式の売却の機会を公平に与え、そのことによつて証券取引市場の信用を確保しようとする制度である。そこで、特定買付け等の場合であっても、買付け等の後における当該特定買付け等を行う者の所有に係る株券等の株券等所有割合とその者の特別関係者の株券等所有割合とを合計した割合（以下、この合計した割合を「特定買付け等株券等所有割合」という。）が3分の1を超えるとき

1852 (134) 民集64巻7号

には、公開買付けによるべき旨の規制を課すこととしたのであるが（いわゆる3分の1ルール）、平成16年法律第97号による改正前の証券取引法（旧証券法）、同年政令第354号による改正前の証券取引法施行令、平成18年内閣府令第86号による改正前の「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（他社株府令）」は、法廷意見が述べる理由から、特定の種類の株券等を対象とする特定買付け等を前提に、当該特定買付け等の対象となる株券等（以下「特定買付け等対象株券等」という。）についての25名未満要件及び同意要件のいずれれをも充足する場合に、特定買付け等株券等所有割合が3分の1を超えても公開買付けは免除されるとして、その規制を緩和した。

しかしまた、特定買付け等株券等所有割合が3分の2以上になると、それによって上場廃止や会社法上の特別決議（同法309条2項）に基づく組織再編行為が可能となるから、そのことを通じて買付け等対象株券等（当該特定買付け等の対象とならない株券等を指す。普通株式に係る株券を含む。）の所有者はいわゆる手残り株を抱えるなど著しく不安定な地位に陥る可能性がある。そこで、平成18年法律第65号証券取引法等の一部を改正する法律2条の規定による改正後の証券取引法（以下「新証券法」という。）の下で、同年政令第377号による改正後の証券取引法施行令（以下「新施行令」という。）6条の2第1項7号及び同年内閣府令第86号による改正後の「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（以下「新他社株府令」という。）2条の5第2項1号は、そのように特定買付け等株券等所有割合が3分の2以上となり、かつ、買付け等対象外株券等が発行されている場合に、①特定買付け等対象株券等についての25名未満要件及び同意要件を充足することに加えて、②公開買付けによらないうるべき旨の規制を課すことについては、当該買付け等対象外株券等に係

民集64巻7号 1853 (135)

る種類株主総会の同意決議、又は、当該買付け等対象外株券等の所有者が25名未満である場合のすべての所有者の同意書面の提出もまた公開買付けを免除するための要件として要求し（3分の2基準）、いわゆる全部勧誘義務（新証券法27条の2第5項、新施行令8条5項3号、新他社株府令5条6項）、全部買付義務（新証券法27条の1第3項、新施行令14条の2の2）の導入による売却の機会の保障と相まって、それら少数株主となる買付け等対象外株券等の所有者の保護を図つたのである（なお、金融商品取引法の下でも、これらの規定はそのまま引き継がれている。）。

以上の立法の経緯に照らせば、旧証券法、これと実質的に異なるところはない平成18年法律第65号による改正前の証券取引法（証券法）の下での同年政令第377号による改正前の証券取引法施行令（施行令）7条5項4号、他社株府令3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」及び「当該株券等」（以下で「株券等」）、「当該株券等」と称するときは、特に断らない限り、これらを指す。）が特定買付け等対象株券等を意味することを前提とした上で、新他社株府令は、初めて買付け等対象外株券等の所有者に一定の関与を認めると至ったのであり、そのことは立法担当者、市場関係者等の共通の認識として蓄積され、しかも、新証券法がそのまま現行の金融商品取引法に引き継がれた後も、以上の点についての新施行令、新他社株府令の規定は何ら変更もされていないから、定着しているとみられるのである。

2 上記のような立法の当否それ自体については、賛否両論があり得ると思われるが、上記のような、25名未満要件及び同意要件をいずれも充足する特定買付け等につき公開買付けによる必要がないとする規定が設けられた趣旨や平成18年改正の経緯等に照らせば、原

審のような解釈、すなわち、上記の「株券等」や「当該株券等」が、

1854 (136) 民集64巻7号

買付け等の対象としていない株券等も含めたすべての株券等というものと解する余地はないというべきである。

3 また、本件に即していうならば、経営難に陥った企業の事業再編等の成意のためには当該企業の株式（種類株式）の取得による資金投入がしばしば必要とされるところ、上記の原審のような解釈は、出資者（本件における産業再生機構など）をして、後日、当該企業の経営が健全化したなどの時点で取得株式を相対売却して投下資金をスムーズに回収することの見過しに不安を抱かしめ、出資を差し控えさせることにもなりかねないから、避けなければならないのである。

4 とところで、原審は、上記の「株券等」や「当該株券等」に、買付けの対象としていない株券等も含めたすべての株券等が含まれるとする根拠として、新施行令6条の2第1項及び新他社株府令2条の5第2項の文言を指摘するが、その文言解釈の観点から見ても、上記のような解釈は疑問である。というのも、特定買付け等株券等所有割合が3分の2以上となると買付け等対象外株券等の所有者の地位は一層不安定になるのに、上記の解釈では、かえって、その割合が3分の1を超え、3分の2未満の状態のときでさえも要求されていたそれらの者の全員同意が一部不要ならしめられ種類株主総会の決議で足りるということになるのであり（新他社株府令2条の5第2項1号イ）、そのことの合理性を説明できないように思われる。更に、上記の解釈によると、同条第1項で買付け等対象外株券等も含めたすべての株券等を指す「株券等」や「当該株券等」の所有者の数は25名未満でなければならぬから、同条第2項1号ロにおいて、買付け等対象外株券等の所有者数が25名未満であるとの要件をわざわざ定めることは無意味であろう。

もっとも、同号は、特定買付け等株券等所有割合が3分の2以上になる場合には要件を加重し、買付け等を行う者の売買契約の自由について

民集64巻7号 1855 (137)

ての規制を強めるのだから、何がしかの疑義を招かないようにする意味でも、内閣府令よりも証券取引法施行令で規定する方が望ましかったのではないかと感を抱かされるところである。

(裁判長裁判官 須藤正彦 裁判官 古田佑紀 裁判官 竹内行夫 裁判官 千葉勝美)

1856 (138) 民集64巻7号

上告代理人荒井紀正ほかの上告受理申立て理由（ただし、排除されたものを除く。）

## 目次

第1 はじめに（事案の概要と原判決の重大性）	1857
第2 上告受理申立ての理由の概要	1863
第3 平成17年証券取引法第27条の2第1項及びその関連法令の解釈にか かる法令違反	1864
第4 横濱銀における最高裁判所の判例違反及び証券取引法 第5 不行為（民法第709条）の賠償事由の認定に係る法令違反等	
第6 結語	

東京高等裁判所平成20年（ホカ）第575号損害賠償請求上告受理申立事件に  
ついて、申立人の上告受理申立て理由は以下のとおりである。

## 第1 はじめに（事案の概要と原判決の重大性）

### 1 原判決の位置づけ

本件は、平成18年に申立人が行ったカネボウ株式会社（以下「カネボウ」とい  
う。なお、現在の商号は海洋ベルカママネジメント株式会社である。）が実行する特許の  
種類株式の取得に伴って、相手方が保有していた普通株式について売却の機会を与  
える義務が生じたにも拘わらず申立人がこれを怠ったとの理由の解釈論を展開した  
上で、申立人の不法行為責任を認めた判決である。

かかる解釈論は、学理上あるいは監督官庁（金融庁）においても争いなく採用し  
てきた見解を裏つながら否定する理由の見解であるところ、仮にかかる解釈論が正  
当であるとすれば、公開買付けによらない買付けのみならず、従来行われてきた数  
多くの公開買付けも違法との評価を受けることになり、これらの公開買付けにおけ

民集64巻7号 1857 (139)

る公開買付者が損害賠償請求を受け得ることとなりかねない。さらに言えば、原審  
が採用した独自の解釈論を前提とすると、金融商品取引法の下での現行の公開買付  
規制の解釈にも重大な影響をもたらすこととなるが（すなわち、現行の規制に関す  
る監督官庁（金融庁）の理解が誤りであるということになり、近年の相違変更が誤  
った前提に基づいて行われたものであることとなるばかりが、公開買付けの実務が  
現状のものから大きく変更されることとなる）、一方で、下記において検討するとお  
り、原判決が採用する解釈論は、単に強制公開買付規制を踏襲するものに過ぎない  
と評さざるを得ない理法に陥ちたものであることから、かかる不当な解釈論を展開  
する原判決を放置する場合には証券取引の実務に与える悪影響は計り知れないものが  
あるところである。

そこで、本件においては、当然のことながら、申立人の利益のためにもかかる不  
当な解釈論を展開する原判決が放棄される必要があるが（原判決が是正されない場  
合、原判決における取締役の支払いを余儀なくされるという不利益を申立人が受け  
ることもさることながら、より重要なのは、相手方と同様の立場にあるカネボウの  
普通株式の株主から同種の請求を多数受けかねないという不利益を受ける立場に申  
立人があることである）、それにもまして、強制公開買付規制について誤った理解  
に基づき原判決を放置することで証券取引実務に混乱を与えることが必定であるこ  
とを考えるのであれば、本件が法令解釈に関する重要な事項を含むものと解すべき  
ことは自明の理である。したがって、申立人の上告受理の申立ては当然に認められ  
るべきものである。

### 2 事案の概要

本件は、株式会社産業厚生機構（以下「IRCJ」という。）によるカネボウの株  
業再生プロセスの一環として、申立人がスポンサーとしてIRCJからカネボウの  
株式を買い受け付けた上で各種取引が実行されたという過程において、相手方が、カ  
ネボウが既に経営破綻した後に取得した自らの株式につき損害を蒙ったとして、申立  
人及び申立人を設立し運営する3ファンド（ユニゾン・キャピタル株式会社、アド

1858 (140) 民集64巻7号

バンデッジパブリートナーズ有責任事業組合、及び、MKSパートナーズ。以下、3  
ブランドを併せて「本件3ブランド」という。) に対して損害賠償請求をしている事  
案である。

申立人のカネボウ株式の取得は、次のとおり行われた。

- ①平成18年1月31日当時、カネボウが発行する議決権付株式すべてのうち、  
一般株主が保有するカネボウ普通株式の割合が30%、IRCJと株式会社カ  
ネボウ化粧品(以下「カネボウ化粧品」という。)が保有するC種株式の割  
合が70%であったところ、同日、申立人はIRCJからカネボウのC種株式  
式(議決権を有する利益配当請求権のない種類株式以下「C種株式」という。)  
を一株201円で買い受けた。
- ②同年2月21日、申立人は、カネボウ化粧品からC種株式を一株201円で  
買い受けた。これにより申立人はカネボウの議決権付株式の70%を保有する  
親会社となった(以下、①及び②のC種株式の売買を併せて「本件各買付け」  
という)。

③申立人は、株式会社三井住友銀行が保有していたカネボウのA種株式及びB  
種株式(議決権のない優先株)を買収した。

④申立人は、カネボウの普通株式(以下「カネボウ普通株式」という。)を保有す  
る株主(カネボウの議決権付株式すべての中の普通株式の割合は30%であ  
った。)に対し、平成16年2月22日に、カネボウ普通株式を一株162円  
で買い付けの旨の公開買付け公告を行い、同日より当該公開買付けを開始し、  
公開買付けに応募したカネボウ普通株式を取得した。

原判決は、このような本件事案において、平成17年法律第87号による改正前  
の証券取引法(以下「平成17年法」という。)第27条の3第1項第6号、平成1  
7年政令第355号による改正後の証券取引法施行令(以下「平成17年施行令」  
という。)第7条第5項第4号及び平成17年内閣府令第103号による改正後の発

尺牘54巻7号 1859 (141)  
尺牘54巻7号

行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令(以下「平成17  
年他社株府令」という。)第9条の2の4第1項における「株券等」は、買付け対象  
とされた種類株式に係る株券だけでなく、それ以外の株券等も含むため、これらの  
規定は、すべての株券等の所有者が25名未満の場合で、すべての所有者が同意を  
している場合に限る、公開買付け規則の対象とはならない旨を規定しているとした。

その上で、原判決は、さらに、平成17年法律第27条の2第1項ただし書きの例外  
に該当しない場合には、同法第27条の2第1項本文により、買付者には買付けを  
企図している種類株式に係る株券だけでなく、すべての種類の株券等を対象に動議  
を提出しなければならない義務(以下「全額動議義務」という。なお、動議した対象とな  
る株券等をすべて買付ける義務という意味ではなく(すなわち、ここでいう「全部  
動議義務」は全部買付義務とは異なる概念である。)、すべての種類の株券等を対象  
とする義務という意味である。)が申立人に認められるとして、本件においては、C  
種株式及びカネボウ普通株式等のすべての株券等の所有者は25名未満ではない  
ため、本件各買付けにおいて申立人には全部動議義務があったにもかかわらずこれ  
を怠ったという平成17年法律違反があると判断して、原判決を取り消した上で、相  
手方(控訴人)の請求を一部認容した。

### 3 原判決の誤りについて

後述するとおり上述した原判決の法解釈には明らかな誤りがあり、さらには従前  
の義務の適用や理解を完全に無視するものである。

すなわち、証券取引実務においては、平成17年法律第27条の2第1項本文は全  
部動議義務を規定したものと理解する者はなく(この点に関しては、原判決より以  
前の段階においては身解の対立すら存在しなかったために論点として認識されてい  
なかったというのが実情である。)、種類株式ごとの公開買付けが当然に認められて  
いるものと理解されており、かつ、そのような前提での公開買付けが現に行われて  
きた。また、平成17年法律第27条の2第1項第6号、平成17年内閣府令第7条第

尺牘54巻7号 1860 (142) 尺牘64巻7号

5項第4号及び平成17年他社株券令第3条の2の4第1項における「株券等」とは、種類株式を発行する会社の特定の種類の株式についての売買が行われる場合には、売買の対象となる当該種類の株式に係る株券のみを指すことも当然の前提とされている。

監督官庁である金融庁もかかる理解を当然の前提として監督権限を行使するとともに改正法案に当たってきたものであって、このことは、平成18年6月1日に開催された金融庁の附設金融審議委員会において金融庁総務企画部長の三階谷野穂広が「株券等所有割合が三分の一を超えていた買付けであっても、株券等の所有者の数が二十五名未満の場合であっても公開買付けによらないことにつき総株主の同意があるときは、他の株主の売却機会を確保する必要がないことから、公開買付け手続は強制されないこととなっております。この中で、種類の株式の問題がございませうけれども、種類の株式につきましては、議決権や配当等の内容が種類ごとにまちまちでございまして、議決権が異なっております。したがって、種類の株式に対しては種類ごとに行われているわけでございます。したがって、種類の株式に対しては買付けについては、当該種類の株式に係る他の株主に売却機会を確保するとの観点から、上記に言う総株主の同意、これは当該種類の株式に係る総株主の同意と解されてはならない」として、公開買付け手続について、例えば、議決権付普通株式と議決権付種類株式は、それぞれを独立の公開買付けの対象とできるものと解されている。(引用者注：本号及び下線は引用者による)と記載されていることからも明らかである。

そして実際にも、別表1記載のとおり、平成18年についてのみ見ても、種類の株式は新株予約権等を発行している会社の株式について18件の公開買付けが行われている(但し平成17年法律第87号による改正が施行された平成18年12月1日以前のものに限り)が、そのうち申立人がオネボウ普通株式を対象に行った公開買付けを含めた16件は、一部の種類の株券のみを買付け対象としており(う

民集64巻7号 1661(143)

ち15件は普通株式のみを買付け対象としている)、全種類の株券等を対象とした公開買付けなどなされていない。さらに言えば、平成18年以外の事例としては、たとえダイエーの事業再生案件でのみオネボウによる株式買付けにおいても全種類の株券等を対象とした公開買付けが必要であるとの理解に基づいた処理など行われていないことについては、すでに被控訴人準備書面(1)4頁等においても主張しているとおりである。

原判決の法解釈を前提とすると、これらの公開買付けも平成17年法律第27条の2第1項違反となり、公開買付けの対象とならなかった株券等の所有者は全員、売却の機会を失うという損害を被ったとして、買付者に対して損害賠償請求をできることになってしまふ。その請求権者の数が甚大なものとなることは多言を要しないところであり、数多くの訴訟が提起され、数多くの企業がその対応を余儀なくされる等、多大な混乱が生じることが火を見るより明らかである。

また、申立人についてのみに限らずとも、原判決が是正されない場合、相手方と同様の立場にあるオネボウの普通株式の株主から同種の請求を多数受けかねない立場にあることとなるが、原判決の勝った法理論を前提としてかかる請求を受けざるを得ない立場に追い込まれるというのは、到底甘受し得ない多大な負担と言わざるを得ない。

さらに付言すれば、本件各買付けの後に法改正が行われたが、上述の全部動議議者の有無や「株券等」の周回の解釈は現行法の解釈においても問題となるところであり、現在においても、従来と同様の解釈を前提として証券取引実務は形骸化されているし、また、従来からの解釈に基づいて監督官庁である金融庁は政策立案や制度変更を行ってきた。このような確定した解釈と異なる解釈を採用する原判決の判断は(恐らくは原審裁判所が証券取引実務や旧証券取引法の解釈に明るくないこととを反映して)自らの判断がもたらす多大な弊害を認識することのないままに安易に公開買付けに関する現在の証券取引の実務を正誤から否定するものとなっている。このような状況に照らせば、原判決を放置した場合、証券取引実務が多大な混乱を来すことが容易に想像できる。

1662(144) 民集64巻7号

以上のとおり、原判決は、証券取引総務の姿勢を全く認識しないままに、従来争いがあるとは認識されていなかった論点に全く新規の解釈論を展開するものであつて、これを放棄することは多大な混乱を招きかねないものである。そこで、本件における原告受理の申立てが法令解釈に関する重要な事項を含むものであることは明らかである。現に、原判決に関して、「本判決は、平成17年施行令第5項4号にいう「当該株券等」には、買付け等初発株券等のみならず買付内等好発外株券も含まれると判示した初めでの解釈例であり、現行法にも同様の規定があることから、今後の実務に与える影響は大きいものである。」(添付1：金融・商事判例1297号25頁)と指摘する評釈が存在するところである。

## 第2 原告受理申立の理由の概要

### 1 平成17年法第27条の2第1項の解釈に係る法令違反

(1) 前述のとおり、原判決は平成17年法第27条の2第1項は買付者に対して買付けを企図している種類株式に係る株券だけでなく、その他の種類の株券等についても排除する義務(全部初発株券)を課している旨を判示している。

しかし、原判決の上記判示は、前述のとおり金融庁の見解や実務における理解に反するばかりか、現行法とも整合しない考えであり、また、文理解釈の点からも重大な矛盾を来す結果を招来するものであつて、全くの誤りであると言つてもよい。

また原判決は、平成17年法第27条の2第1項第6号、平成17年施行令第7条第5項及び平成17年商社株券令第3条の2の4第1項における「株券等」とは、種類株式を発行する会社の特定の種類の株式についての買付けが行われる場合にも、当該会社の発行するすべての種類の株式や新株予約権等に係る株券等を指し、当該買付け対象とされた種類の株式に係る株券の所有者だけでなく、買付け対象外の株券等も含めたすべての株券等の所有者が25名未満であり、か

民集54巻7号 1863 (145)

つ、そのすべての所有者から同意を得ていることが、公開買付けによらなないための要件である旨を判示する(原判決25頁等)。

しかし、原判決の上記判示は、前述のとおり金融庁の見解や実務における理解に反するばかりか、現行法とも整合せず、さらには文理解釈上も誤り得ない重大な誤りと言わざるを得ないものである。

### 4 小括

以上のとおり、原判決には多数の原告受理申立理由が存在するから、本件を原告審として受理し、速やかに原判決中申立人敗訴部分は撤廃されるべきである。

以下、各原告受理申立理由について詳述する。

## 第3 平成17年証券取引法第27条の2第1項及びその関連法令の解釈にか かる法令違反

### 1 原判決の論理構成と申立人の主張の順序

#### (1) 原判決の論理構成

原判決は、標榜としては以下①乃至④の論理構成で、申立人の相手方に対する不法行為を認定している。

#### ①強制公開買付け制度の対象

申立人がI.R.C.J及びカナボク化粧品からC種株券を買付けた当時、C種株券が、強制公開買付けを定めていた平成17年法第27条の2第1項において定義されることの「株券等」に該当していたことから、強制公開買付けの適

1864 (146) 民集54巻7号

用除外事由に該当しないうり、申立人によるC種額株式の買付けは公開買付けに  
よらなければならなかった(この解釈については、申立人として争うものでない)。

#### ②強制公開買付けの適用除外

本件において問題になっている適用除外事由は、株券等の所有者が25名未満  
であり、かつその全員が公開買付けによらないことに同意をしていることという  
事由である(平成17年法第27条の2第1項第6号、同施行令第7条第5項第  
4号、同他社振付令第2条の4)。所有者の数が25名未満であるか否かが問  
題となる「株券等」には、買付けの対象となる種類の「株券等」のみならず、当  
該株券等の発行者の発行するすべての種類の「株券等」が含まれる。そこで、本  
件では、「株券等」の所有者の数が25名未満であるかどうかを判断する上ではC  
種額株式の株主に加えてカネボウ普通株式の株主の数を算入する必要がある。そ  
して、カネボウ普通株式の株主の数を加えると「株券等」の所有者は25名以上  
存在していた。そこで、本件においては、この適用除外事由には該当しないため、  
申立人はC種額株式を買い付けるにあたって、公開買付けをしなければならな  
かった。

#### ③全部動産譲渡

申立人がC種額株式を公開買付けする場合、C種額株式のみならず、カネボウ  
普通株式も対象にしなければならなかった(このような解釈を採用する旨につい  
て原判決は明言していない)。しかし、原判決32頁のイの欄頭の6行及び34頁  
の4行目から9行目までは、かかる譲渡について述べているように読める。また  
35頁の2行目までは、かかる譲渡を申立人が負担していたとの前提  
に立って、相手方に譲渡が発生した旨を認定している。そこで、原判決がこのよ  
うな解釈を採用していることは明らかである。)

なお、第一審判決は、本件が上記②の強制公開買付けの適用除外事由に該当す

民集64巻7号 1865 (147)

ることを肯定しているので、全部動産譲渡の有無についての判断を直接的には行  
わない。しかし、上記②の適用除外事由の該当の有無を判断するに当たって、  
公開買付けによらぬことに同意していることを要する株主の範囲について解釈  
するにあたって「特定買付け等を公開買付けによらないで行うことについての同  
意は、・・・株式を売却する資金からも除外される株主、すなわち買付けの対象と  
なる種類株式の株主に限定して要求されると稱するのが相当である」(第一審判  
決15頁3行目以下の段落。引用略注:「・・・」部省略)と述べていることが  
ら、種類ごとの公開買付けが許容されていることを前提にしていることは明らか  
である。

#### ④相手方に対する不法行為

カネボウ普通株式も対象にした公開買付けが行われた場合、相手方はカネボウ  
普通株式を応募したものと推認されるので、公開買付けを行わなかった申立人の  
不作為(証券取引法違反)は相手方に対する不法行為を構成する。

#### (2) 原判決の誤りについて

上記(1)④の結果に到達するためには、②及び③の双方の要件が満たされる  
必要があるところ、②の適用除外事由に該当しないという法解釈において誤りが  
あれば、つまり本件において適用除外事由の要件を満たしていれば、不法行為に  
該当しないこととなるのは当然であるが、仮にこの適用除外事由の要件を満たし  
ていなかったとしても、③のC種額株式を買い付ける際にカネボウ普通株式も含  
めて公開買付けする義務を申立人が負担していたとの法解釈に誤りがあるものであ  
れば申立人の相手方に対する不法行為は成立しないこととなる。すなわち、上記  
③につき、C種額株式のみを対象に公開買付けを行えばよく、カネボウ普通株式  
を公開買付けの対象とする義務を申立人が負担していなかったのであれば、相手  
方がカネボウ普通株式を売却する機会を喪失するというのではなく、相手方に対

1866 (148) 民集64巻7号

する不法行為は成立しない。

本件においては、第一審判決が正当に認定したとおり、強制公開買付けの適用除外事由に該当していたために申立人は公開買付けを行うべき義務を負担していなかったものであるが、この点を排いて、仮に本件においては適用除外事由の要件を満たしておらず、C種株式の公開買付けを行う必要があったとしても、カネボウ普通株式をかかぬ公開買付けの対象にする必要はなかったものである。

以下、原判決及び第一審判決を引用しつつ、論議の便宜上、まず③に關する原判決の認定が誤りであることについて述べ、次に②に關する原判決の認定が誤りであることを述べる。

## 2 全部認許義務の存否について

### (1) 原判決の問題点

前述(上記1.(1)③)のとおり、原判決は、申立人がC種株式を公開買付けする場合、C種株式のみならず、カネボウ普通株式も対象にしなければならなかった旨の解釈を採用している。すなわち、平成18年法律第65号による改正後の証券取引法(以下「平成18年法」という。)の下で一定の場合に認定して導入されたと理解されている全部認許義務(公開買付けに当たってすべての種類の株券等を対象に勧誘しなければならぬとす義務)が、かかる改正前においても実は存在しており、改正の前後を通じて、複数の種類の株式を発行している会社の特定の種類の株式を公開買付けする場合は他の種類の株式も買付けの対象としなければならない義務が課せられるとの解釈を採用している。

しかし、このような解釈は原判決のみが採用する独自のものであり、単に誤りであらうというほかない情勢である。すなわち、平成17年法の解釈において全部認許義務が存在しないという点は異論がないところであり、原判決のような異論を唱える論者は存在しなかったし、かかる義務がこれまで存在してこなかったという前提で平成18年法の下で一定の場合に認定して全部認許義務が導入され

民集64巻7号 1867(149)

たのである。

また、原判決のかかる解釈は、①平成17年法の文理解釈として適切でなく、②原判決が平成17年法の下での強制公開買付け制度の趣旨からかかる解釈を導き出しているところ、かかる趣旨から論理的に一定の結論が導き出されるような論点ではないことから、解釈論として堅固を帯びているものである。そして、上記のとおり、③平成17年法の下での英語においては、原判決とは正反対の解釈が規定的に採用されてきたのであり、かかる解釈について異論を唱える者などなく、④平成17年法の下で全部認許義務の存在を認めることは、全部認許義務が存在しないとの前提の下で、一定の条件の下で全部認許義務を採用した平成18年法の改正経緯と整合せず、ひいては現行法令とも全く整合しない解釈なのである。以下、これらの点について順に検討する。

### (2) 文理解釈

#### 7 強制公開買付けの認定

まず、平成17年法の下で、原判決の解釈を本文の文理解釈から導き出すことができるかという点について検討する。

平成17年法律第27条の2第1項本文は「⑩ その株券、新株予約権付株券その他の有価証券で政令で定めるもの(以下この章及び・・・において「株券等」という。)」について有価証券報告書を提出しなければならない発行者「⑪」の株券等につき、「⑫」当該発行者以外の者による取引所有価証券市場における有価証券の売買等(・・・)による買付け等(株券等の買付けその他の有価の譲受けをい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。)以外の買付け等は、「⑬」公開買付けによらなければならない。ただし・・・」(引用者註:「⑩」、「⑪」、「⑫」、「⑬」、「⑭」を挿入。「・・・」部分省略)と規定している。

また、同条第6項は、「⑯」この条において「公開買付け」とは、不特定か

1868(150) 民集64巻7号

つ多額の者に對し、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等（・・・）の申込みの解除を行い、取引所有価証券市場外で株券等の買付け等を行うことという」（引用者注：[⑩]）を挿入、「・・・」部分省略）と規定している。

これが強制公開買付けについての規定であるところ、かかる規定の下で、①株券、新株予約権付社債などの各種の有価証券を提出しなければならない発行者が、類以上の有価証券についての有価証券報告書を提出しなければならない発行者が、②発行した株券のうち1種類以上の有価証券を、③取引所有価証券市場外で買付け等をする場合には、原則として、④不特定かつ多量の者に対し、公告により当該種類の株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの解除を行い、買付け等をしなければならないこととされていると考えるのが通常の解釈である。

平成17年法の下で原判決が判断するような全部解除義務を肯定するために、は、当時は下記（4）で述べる平成18年法の下で新たに指定された法令及び内閣府令の規定のような特別の規定はなかったことから、上記の強制公開買付けの規定について、この通常の解釈とは異なる解釈を採用しなければならぬ。しかしながら、以下で述べるようにそのような解釈は到底採用できない。

さらに、後記3（2）で述べる通り、原判決が判断する時点の限定なしに「株券等」という用語が用いられている場合にはすべての種類の「株券等」を指すものと解釈する場合には、上記のような通常の解釈を導くことが困難となるし、そもそも本件において原判決が判断するような全部解除義務を認めること自体が論理的に不可解な結果となるのである。

すなわち、まず株式会社Aが有価証券報告書を提出しなければならない理由として、例えば、普通株式を募集したこと（平成17年法第24条第1項第3号）、普通株式を上場していること（同項第1号）、普通株主の数が50名以上存在していること（同項第4号）、優先株式を募集したこと（同項第3号）、新株予約権付社債を募集したこと（同項第3号）、普通社債を募集したこと（同項第3号）など様々な事由が考えられる。

このうち、最後の普通社債は「株券等」に該当しないので、普通社債を募集し民権64巻7号 1869 (151)

ていたとしても、株券等については有価証券報告書を提出しなければならない発行者の要件である①には該当しない。一方で、カネボウのように普通株式を募集したことがあり、それが消却などされておらず存在している場合、普通株式は「株券等」に該当するので、「株券等」については有価証券報告書提出義務があるということになる。

それでは、同じくカネボウのように、普通株式とは異なる種類の「株券等」に該当する有価証券（カネボウの場合にはC種株券）も発行しており、その有価証券については有価証券報告書提出義務がなかった場合（カネボウのC種株券は私蔵により発行されており、有価証券報告書提出義務はなかった。）にも、この要件を満たすのであろうか。この点については、当該発行者の「株券等」に該当するすべての種類の有価証券について有価証券報告書の提出義務がある場合には①の要件を満たすのか、それとも、「株券等」に該当する有価証券のうち1つでも有価証券報告書提出義務があれば要件を満たすのかという点が問題となる。

そして、この点に関しては、一般に「株券等」に該当する有価証券のうち1種類でも有価証券報告書提出義務があれば要件を満たすと解されており、カネボウも「株券等」に該当する数種類の有価証券のうち普通株式について有価証券報告書の提出義務があったので、①の要件を満たしていることとなる。

このような結論については原判決も異論がないと思われるが、一方で、原判決は、平成17年施行令中に規定されている「株券等」とはすべての種類の「株券等」を指すと示しており（原判決27～28頁）、上記の論点を判断するに当たっても「株券等」の定義についてこれと同じ解釈を採用するのであれば、すべての種類の「株券等」について有価証券報告書提出義務がある場合には強制公開買付け義務を認めるべきことになる。すなわち、カネボウの場合について見れば、「株券等」に該当する数種類の有価証券のうち有価証券報告書の提出義務を負わないもの（例えば、C種株券）があった以上は、①の要件を満たしていないかったことになり、強制公開買付け義務が認められないこととなるのである。このような不都合な結果を著しく文理解釈を原判決は採用しているのである。さらに、上述の通り「株券等」の定義について原判決の解釈を前提とした場合、カネボウ

りの株式は⑩の要件を満たしていなかったことになり、本件名買付けにおたっては申立人には強制公開買付け義務がなかったこととなるにもかかわらず、原判決はこれを認めるといふ論理矛盾の誤りを犯していることさえ言える。

次に、⑩の要件について、かかる発行者の発行する「株券等」の種類が複数ある場合、すべての種類の買付け等をする場合にのみ公開買付けが強制されるのであろうか。この点については、普通株式と新株予約権付社債を発行している会社について普通株式のみを買い付ける場合には、一切公開買付けが強制されないか、それとも、普通株式のみを買い付ける場合にも公開買付けが義務づけられることがあるのかという点が問題となる。

ここでも同じく、一部の種類の「株券等」に對象が限られた買付けについては公開買付けによる必要がないとの解釈を採ることは考え難い（また、かかる解釈が認められるのであれば、本件において不法行為の成立が問題となり得ない）。一部の種類の買付けについても買付けの對象が「株券等」に該当する限り、かかる種類の有価証券の買付けについては、原則として、つまり適用除外事由に該当しない限り、公開買付けによる必要があるのである。

この点は当然の結果であって、原判決においても、この点についても異論はないと思われるが、原判決が行うような文理解釈、すなわち、特に限定がなされていない限りは「株券等」はすべての種類の「株券等」を指すとの解釈とは相容れない結論である。

以上の⑩及び⑪の解釈を踏まえたと上で、特定の種類の株券等を對象に一旦公開買付けをする場合には他の種類の有価証券も對象に公開買付けをしなければならぬとの結論を導くためには、上記⑩の不特定かつ多数の者に対し、公告により当該種類の株券等の買付け等の申込み又は条件等の申込みの勧誘を行い、買付け等をしなければならぬ（平成17年法第27条の2第6項）という規定中の「株券等」についてはすべての種類の「株券等」を指すものと解釈しなければならぬこととなる。他方、上記のとおり、上記⑩及び⑪の場面での解釈においては「株

民集64巻7号 1871 (153)

券等」が特定の種類の「株券等」のみを指すものと解釈するほかはないが、かかる解釈は原則が行う「株券等」の解釈、すなわち、特に限定が付されていない限りは「株券等」とはすべての種類の「株券等」を指すものとの解釈に反するものであるし、また、そもそも法解釈において何らの合理的な理由もなく文理解釈の名の下でそのような過当たる法的解釈を行うことが許されるはずもない。

#### イ 別途買付け禁止規定との整合性

公開買付者は、公開買付け期間中に、公開買付けによらないで「当該公開買付けに係る株券等の発行者の株券等」の買付け等を行ってはならないとの定めがある（平成17年法第27条の5）。いわゆる別途買付けの禁止の規定である。公開買付けを行う場合、当該発行者のすべての種類の「株券等」を對象に行わなければならないのであれば、この規定は、単に、公開買付けによらないで「当該公開買付けに係る株券等」の買付け等を行ってはならないと定めれば良いはずである。例えば、普通株式、C種類株式、新株予約権付社債の3つの種類の「株券等」の発行者の普通株式を買いあたって、C種類株式、新株予約権付社債も公開買付けの對象にしなければならぬのであれば、すべてが「当該公開買付けに係る株券等」になり、それ以外の「株券等」はないことになる。ここで、「当該公開買付けに係る株券等の発行者の株券等」と定めているのは、普通株式のみを對象に公開買付けをしている場合、公開買付け期間中は、普通株式のみならず、C種類株式も新株予約権付社債も公開買付けによらずに買うことを禁止する趣旨であり、公開買付けの對象は「株券等」のうちの特定の種類の有価証券であることを前提としているのである。

#### ウ 文理解釈の錯誤

したがって、平成17年法の下で、普通株式を公開買付けする場合に新株予約権付社債を對象にする義理はなく、また、逆に新株予約権付社債の買付けにあつた

1872 (154) 民集64巻7号

って、普通株式を対象にする必要はなかった。同じく、普通株式と種類株式とは別の種類の「株券等」であり、個別に公開買付けを行うことが許容されていた。

このように結論は、發達するとおり、平成18年政令第377号による改正後の証券取引法施行令（以下「平成18年施行令」という。）が、「買付け等の後ににおける当該買付け等を行う者の株券等所有割合の合計が三分の二以上となるときは、当該株券等の発行者が実行するすべての株券等（・・・）について、内閣府令で定めることにより買付け等の申込み又は売付け等（・・・）の申込みの解除を行うこと。」と規定して（同施行令第8条第5項第3号、引用者注：太字及び下線は引用者による。「・・・」部分省略）、発行者が発行する株券等のすべてを含む表現として「すべての株券等」という表現を用いていることも懸念するところである。

### (3) 趣旨からの解釈

#### ア 強制公開買付け制度の趣旨

原判決は、強制公開買付け規則の趣旨を、「取引所有価証券市場における取引については、取引の公正及び流通の円滑を図るため、証券取引法や取引所の自治規則により十分な規制が行われているのに対し、取引所有価証券市場外の取引は不透明になりがちであるところ、会社支配権に影響を及ぼすような証券取引は、株主に大きな影響を及ぼし、一般の株主の利益にも大きな影響を与えることから、買付者に、買付期間、買付数量、買付価格等の情報をあらかじめ開示させ、株主に公平に発注する機会を付与することを目的とするものである。支配株式の取得に際しては市場価格を上回る価格（プレミアム）が提供されるのが通例であるので、公開買付けによることで、一般の株主に平等にこのようなプレミアムを取得する機会が与えられることになる。」と説明している（原判決25頁）。

申立人としては、一般論として、かかるといふ趣旨・目的を否定するものではないが、かかる趣旨・目的は、多くの事案で問題となる特定の株主から普通株式を取引所

有価証券市場外で買付けられる場合に他の普通株主をどのように保護するかという趣旨的な説明を前提とした説明にすぎず、かかる一般論から株券の種類別の株券等が存在している場合の強制公開買付けの適用範囲を画することはできない。例えば、強制公開買付けの対象である「株券等」には、「株券」に限らず、新株予約権や新株予約権付社債も含まれていること、したがって、普通株主が複数存在しないにもかかわらず公開買付けが強制される場合もありうるること、また、株券等にあって有価証券報告書提出義務があるか否かが問題であり、上場や店頭株券が要件ではないので、市場監視がない場合も対象になっていることから、上記の趣旨・目的は強制公開買付け規則が及ぶ類型な事案がどのような場合かということを確認しているに過ぎないことは明らかである。

この点については、東京大学大学院法学政治学研究科の神田秀樹教授が平成20年8月27日付け鑑定意見書（案件2。以下「神田鑑定意見書」という。）において、「平成18年改正前の場合および平成18年改正後で全部買付制度の適用がないような場合（㊸の場合を含む）には、公開買付け規則が買付手続の公正および株主の発注機会等の平等の確保を目的とするものであるといっても、それは、当該種類の株式についてという範囲においてあてはまるべきこととあらざることである。したがって、公開買付け規則の趣旨から単純に、平成18年改正前の場合および平成18年改正後で全部買付制度の適用がないような場合にも『種類を超えて』公開買付けをする義務があるという結論を導くことはできない。」（同意見書8頁）と明確に述べていることから明らかである。

#### イ 実質的公平性等の他の種類の株券等への拡大

また、原判決は、「特定の種類の株式に係る株券の買付けを企図する場合には、たとえそれが会社支配権の変動をもたらすようなもので一般の株主にも大きな影響を及ぼすようなものであるとしても、当該種類の株式の所有者に対してのみ透明性、公平性を確保すれば足り、それ以外の一般株主に対しては、透明性、公平性がなくてもよいとする実質的根拠は認められないのである。」と明示してい

る（原判決33頁）。

しかし、かかる一般論から一定の結論を導こうとするのは法解釈論と違うよりは立法論の類の議論であって、公開買付けを義務づけられる場合には様々な態様があるところ、上記のような一般論を引用して、そのすべての態様において、すべての種類の株券等を一律に対象にすべきとの議論を導くのは结构的に過ぎる。例えば、買付け後の株券等所有割合が3分の1以下であっても、5%を超えてい1、かつ当該買付けの相手方とその前60日間の買付けの相手方の人数の合計が20名を超える場合には公開買付けが義務づけられる（平成17年法第27条の2第1項但し、第3号及び同第5号）。このように実態に変換権自体は変動しないようなケースにおいて、買付けを全面的に種類の株券等以外のすべての株券等を対象にしなければならぬという理由は考えにくい。後述（4）のとおり、法令の改正により、平成18年法では公開買付けは義務づけられていない。すなわち、全部額株券を導入するとの政策的判断は義務づけられていない。すなわち、全部額株券を導入するとの政策的判断の下であっても、広く一般的に全部額株券を課すことが妥当との判断はなされなかったのである。

次に、原判決も述べているとおり、異なる種類の株券等を対象にする場合には、種類ごとに異なる買付価格を決定することが許容されている（原判決33頁）。つまり、異なる種類の普通株券を一つの公開買付けの対象にすることは禁止はされていないが、その場合でも当然のことながら各額面価額券について買付単位あたりの価格、例えば、普通株式1株、種類株式1株、額面100万円の新株予約権付社債1回の買付価格はそれぞれ異なっても構わない。したがって、異なる種類の株券等をすべて対象に公開買付けをしたとしても、公平性が担保される保証は全くないのである。平成18年法に定める全部額株券の適用がある成立の運用においても、価格の算定の根拠などを開示した上で、新株予約権の買付価格は1円としている例が多数見られる（別表2）。なお、公開買付けを行う場合、買付価格は法令で定めるところにより、均一の条件でなければならぬ（平成17年法第27条の2第3項）が、異なる種類の株券等の買付価格を均一にすべき、又は各価額株券の評価をして実質的に均一にしなければならぬとの法令の限定はな

民集64巻7号 1875 (157)

い。また、原に解家論でそのような評価を義務づけた上で実質的に同一のプレミウム又はディスカウントですべての種類の株券等に公開買付けを義務づけるという解釈を採るのであれば、明文にない過大な負担を買付者に強いるものであって立法者意思から大きく趣き離れたものとなろう。

さらに、原判決は、価値判断として、「一般株主」というおそらく普通株主を特定した用語を用いて、かかる者を保護することを意図して買付者の株券を拡大して解釈することを試みている。しかし、証券取引法は、普通株主とその他の種類株主、また株主とその他の種類の株券等の所有者とは區別していないため、原判決独自の価値判断であるというはかなく、さらに言えば、かかる証券取引法が予定していない価値判断の下に一律に全部額株券を課すとの解釈を展開することなど、例えば、一般の普通株主を対象にした公開買付けにおいても他の種類の株券等をすべて対象にせざるを得ず、買付者の資金の都合上、普通株式の買付価格を低く設定せざるを得ないなど原判決ですら予想していない、普通株主に不利な結果を招きさせることにもなりかねない。

#### ウ 趣旨からの解釈の結論

以上のとおり、原判決が強制公開買付規則の趣旨・目的として述べていることは、普通株式の買付けを前提にした典型的な事案における趣旨・目的を説明するものに過ぎず、このような程度の意味合いしかない趣旨・目的をもって明文に記載されていない全部額株券を導き出すという解釈論は当を得ず、また、実質的に検討しても、一律に全部額株券を課すことは妥当な規則とはなり得ない。

(4) 平成17年法の下で採用されていた解釈

#### ア 実務上の取扱い

上記（1）のとおり文理解釈上の疑義がなく、平成17年法の下で、公開買付け1876 (158) 民集64巻7号

けをするに際して株券等の種類ごとに対象を理済できることと実務上確立した態  
象であり、争いはなかった。

要綱に、別表1記載のとおり、平成18年には、種類株式又は新株予約権等  
発行している会社の株式について18件の公開買付けが行われている（但し平成  
17年法第87号による改正が施行された平成18年12月13日以前のもの  
に限る）が、そのうち申立人がみかボウの普通株式を対象に行った公開買付けを  
含めた16件は、一部の種類の株券等のみを買付け対象にしており（うち15件  
は普通株式のみを買付け対象にしている）、全種類の株券等を対象とした公開買  
付けなどなされていない。

仮に原判の法解釈を前提にしたとすると、これらの公開買付けも平成17年  
法第27条の第2項違反であったということとなり、公開買付けの対象となら  
なかつた株券等の所有者は全員、承知の機会を失うという損害を被つたとして、  
買付者に対して損害賠償請求をできることになってしまう。公開買付けの実態に  
おいて、株券等の種類ごとの公開買付けが認められることは強制公開買付制度の  
導入以て変更されていないルールであり、原判は、そのような取引実態におけ  
るルールを覆すものである。

#### イ 金融庁の解釈

金融庁は、平成17年法第27条の第2項が金融庁の解釈を買付者に課  
した規定とは解釈してはいなかった。このことは、平成18年6月1日に開議され  
た参議院の財政金融委員会において金融庁総務企画局長の三國公隆氏が「株券  
等所有割合が三分の一を超える買い付けであっても、株券等の所有者の数が二十  
五名未満の場合であって公開買付けによらなければならないことにつき総株主の同意がある  
ときは、他の株主の売却機会を確保する必要がないことから、公開買い付け手続  
は強制されないこととなっております。この中で、種類株式の問題がございませ  
うけれども、種類株式につきましては、議決権配当等の内容が種類ごとによりま  
ちでございまして、証券価値が異なることとから、この公開買い付け手続に

民集64巻7号 1877 (159)

ついても種類ごとに行われているわけでございます。」(引用者注：太字及び下線  
は引用者による)と述べていることから明らかである(乙7：平成18年6月  
1日参議院財政金融委員会議事録)。

さらに付言すれば、本件を買付けを行う前に「RC」及び申立人代理人が金融  
庁に対して、種類株式ごとの公開買付けが認められるか否かについて照会したと  
ころ、金融庁は、種類株式ごとの公開買付けが認められる旨の回答をしている(添  
付3：平成17年8月8日付け「種類株式を公開買付けすることに関する証券取  
引法上の取扱いについて」と題する書翰。添付4：平成17年12月14日付け  
「種類株式の買付けに関する公開買付けの要否に関する証券取引法上の取扱い  
について」と題する書翰)。

また、この文脈において平成17年法と実質的に同一の平成18年法第27条  
の第2項が買付者に金融庁の解釈を課していないことは、金融庁総務企画局長  
業野原謙雄氏の大塚忠郎氏が、平成18年発行令及び平成18年内閣府令第  
86号による改正後の発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する  
内閣府令（以下「平成18年他社発行令」という）の解説において、「種々の種  
別の株券等を発行している発行者の株券等を買付けに当たっては、たとは、  
ある種類の株券等については買付けの手定が一切ない場合には、公開買付手続  
の対象を一または複数の種類に限定して行われる場合がある」と述べていること  
からしても明らかである(添付5：刊行商事法第1786号4頁「公開買付制度  
の見直しに際する取令・内閣府令の一部改正の概要」)。

#### ウ 学説

この問題点については、そもそも争点になっていなかったことから、引用でき  
る学説は少ないが、まず、東京大学大学院法学政治学研究所の神田秀樹教授が、  
本件訴訟が提起される前の平成17年11月4日付けの意見書（添付6）におい  
て、「証券取引法の公開買付け規制は、情報開示と買付手続の公正および株主の売  
却機会の平等を確保するために置かれており、それ以上の負担を買付

1878 (160) 民集64巻7号

者に求める趣旨ではない。そこで、株式会社が2以上の異なる種類の株式を発行しており、買付者がそのうちの1つの種類の株式についてだけ買付けを望むような場合には、当該種類の株式だけを対象として公開買付け規程の適用を考へることが認められるべきである。」「そのようないわば新しい面容をもって他の種類の株式についてまで公開買付けの対象とすべきことを求めるのは、行き過ぎであって、規程の趣旨に合致しない。」「買付手続の公正および株主の利益保護の平等の確保とあって、それは、当該種類の株式についてという範囲において、あてはまるべきことからであるというべきである。」(同意見書2頁)と述べている。

また、平成17年9月16日の第3回公開買付け制度等ワーキンググループにおいて使用された「公開買付け制度等に関する討議資料(2)」(乙6)において、「種類株式の公開買付け制度上の取扱いについて、例えば、種別株式普通株式と種別株式種別株式は、それぞれ差別的な公開買付けの対象とできないものと解されている」(引用者注：次手及び下線は引用者による)とあり、種別株式の公開買付け制度上の取扱いについては普通株式と種別株式をそれぞれ独立の公開買付けの対象とするものとする解釈を当然の前提として議論がなされていることからして、有価証券において平成17年法第27条の2第1項が全部動議義務を買付者に課した規定であるとは解釈してはならないことも明らかである。

## エ 監督官庁その他の見解に基づく議論

以上から、平成17年法の下では、業務上の取扱いも、監督官庁である金融庁の見解も、学説上も、株主等が種別株式の公開買付けが可能であったことに異論はない。このことは神田監定意見書(添付2)において、「平成18年改正前の証券取引法のもとでは、原状の定べるところとは異なり、公開買付けの対象は普通株式だけ、あるいは、優先株式だけのことが認められていた」(同意見書3頁)と明記されていることから明らかである。

民集64巻7号 1879 (161)

## (6) 平成18年法との整合性

依に原状の解釈を前提にすると、平成17年法第27条の2第1項及び同第6項により買付者に対して全部動議義務が課せられたこととなるため、同条項を前身とし、同条項とはほぼ同一の規定である平成18年法(現行法)第27条の2第1項においても買付者に対して全部動議義務が課せられていると解釈することになるが、このように解釈は平成18年法の他の規定や平成18年施行令及び平成18年他社株府令との整合性を欠くものである。

平成18年法第27条の2第5項、平成18年施行令第8条第5項第3号、平成18年他社株府令第5条第3項、同第4項は、これらの改正により、新たに一定の場合に全部動議義務を課した。すなわち、強制公開買付けの対象(法第27条の2第1項)の改正としてではなく、公開買付けを行う場合における買付けの条件及び方法(同条第5項)を定める政令・内閣府令の改正として、①買付者の買付け後の株券等所有割合が3分の2未満であれば全部動議義務はなく、また②株券等所有割合が3分の2以上であった場合、一定の例外を除いて全部動議義務を課す旨の規定を新たに設けている。②を詳述すると、買付け後の株券等所有割合が3分の2以上である場合、(i)種別株主総会で当該種類の株券等について動議がなされないことに同意することにつき承認された株券等及び(ii)当該種類の株券等の所有者が25名未満で所有者全員が同意し、その旨を記載した書面を提出した種類の株券等を除いて、「すべての株券等(・・・)」について内閣府令で定めるところにより買付等の申込み又は売付け等(・・・)の申込みの動議を行うこと(平成18年施行令第8条第5項第3号、引用者注：「・・・」省略)が行われる場合には、平成18年法第27条の2第1項及び同第6項により買付者には全部動議義務が課せられてはならずであるから、買付者の買付け後の株券等所有割合が3分の2以上の場合に全部動議義務を定めた規定は従前から買付者に課せられていた全部動議義務を課した規定と見なされる。また全部動議義務の例外を定めた各規定(平成18年法第27条の2第5項、平成18年施行令第8条

1880 (162) 民集64巻7号

第5項第3号、平成18年他社株券令第5条第3項、同第4項)はいずれも買付者に対して全部動議義務を定めた平成18年法第27条の2第1項と矛盾していることになるが、このような解釈が妥当でないことは論を俟たない。

この点については、井田隆定監査長書(添付2)においても、『原判決のように、平成18年改正前においても『種類を越えて』公開買付けをする義務があったと解すると、平成18年改正後の規定(施行令8条5項3号(上記2. (2)参照))は、3分の2以上取得する事案に一定の要件のもとで公開買付けをしなくともよいことを認める規定であることになり原則を緩和する規定ではなくてよい、平成18年改正後は3分の2を強取得する場合には同規定の定めるような例外がないということになってしまっており、平成18年改正が3分の2以上取得する事案について全部買付制度の新設という形で精製の強化をした趣旨に正面から反することになってしまおうという不都合がある。』(同意見書8頁)と明確に記載されているところである。

#### (6) 小括

以上の次第であるから、原判決のあるから、原判決の種類の株券等の公開買付けが必要な場合には他の種類の株券等も対象にしなければならない旨の解釈は、条文の文理解釈に反し、強制公開買付制度の趣旨からは導き出せず、実務上の確定解釈にも抵触し、取行法にも整合しない解釈であり、明らかな誤りである。

### 3 強制公開買付規則の適用除外について

#### (1) 概観

原判決は、上記2.の全部動議義務の解釈とは異なり、強制公開買付規則の適用除外要件の解釈については、比較的詳細に理由を述べているので、その理由を踏まえてその誤りについて述べる。以下、①原判決は、平成17年施行令、平成1882 (164) 民集64巻7号 1883 (163) 民集64巻7号

17年他社株券令の文理解釈をしているので、この点検討し、②平成18年施行令、平成18年他社株券令との比較検討をしているので、次にこの点を検討し、③原判決の結論が実質的に不当であることを述べ、最後に④実務で採られていた解釈にも整合しないことを述べる。

#### (2) 文理解釈

##### ア 原判決の解釈

原判決は、平成17年法第27条の2第1項第6号、平成17年施行令第7条第5項第4号及び平成17年他社株券令第3条の2の4第1項について、「ここで『株券等の所有者』という語句の『株券等』について特に限定は加えられていない(…)。このような文理解釈に照らすと、株券等の所有者が25名未満の場合で、そのうちの10名以下の者から株券等を買付けるときは、そのすべての所有者(すなわち、買付け対象株券等の所有者のみならず、買付け対象外株券等の所有者も含めたもの)から公開買付けによらないことによる同意がある場合に限り、公開買付けによらないことができるということになると解される。したがって、買付者が、種類株式を発行する会社の特定の種類の株式を取引所(有価証券市場)において買付けすることを企図しているという場合においても、当該買付け対象とされた種類の株式に係る株券等の所有者だけでなく、買付け対象外の株券等も含めたすべての株券等(当然、買付け対象外の種類の異なる種類の株券等も含まれる)の所有者が25名未満であり、かつ、そのすべての所有者から同意を得ていることが、公開買付けによらないための要件となるのである。」と判示する(原判決27~28頁、引用者注：「…」部分省略)。

##### イ 原判決の問題点

しかし、文理解釈において、ある用語に単に「限定が加えられていない」とい

うことが直ちに当該用語に該当するものすべてを含むという意味になるわけではない。ある用語が限定を加えられずに使用されていたとしても、前後の文脈や他の規定との整合性等からして、当該用語に該当する特定の種類のものを指す場合もあることは多量を要しない。例えば、刑事訴訟法規則においては、「証拠」に該当するものすべてを含む場合には、「すべての証拠」と規定されており(刑事訴訟法規則第193条第1項)、単に「証拠」というだけでは、「証拠」に該当するものすべてを含むとは解されたいない(同条第2項参照)。また個人情報保護法においては、「保有個人データ」に該当するものすべてを含む場合には、「すべての保有個人データ」と規定されており(個人情報保護法第24条第1項第2号)、単に「保有個人データ」というだけでは、「保有個人データ」に該当するものすべてを含むとは解されたいない(同法第25条第1項参照)。

そうであるにもかかわらず、単に「限定が加えられていない」という理由から、「株券等」には買付け対象の種類株式に係る株券のみならず買付け対象外の株券等も含む、すなわち全株券等を指すと解釈した原判決には論理の飛躍があると言わざるを得ない。

他方、上記(2)の強制公開買付けに関する文理解釈においても述べたとおり、平成17年法第7条の2第1項及び同第6項における「株券等」の解釈においては、すべての種類の株券等を指すとの解釈は採用できない。

また、平成18年施行令を見ても単なる「株券等」がすべての種類の株券等を指していない規定がある。すなわち、上記2.(4)でも述べたとおり、同施行令は、「買付け等の後における当該買付け等を行う者の株券等所有割合の合計が三分の二以上となるときは、当該株券等の発行者が発行するすべての株券等(・・・)について、内閣府令で定めるところにより買付け等の申込み又は売付け等(・・・)の申込みの勧誘を行うこと。」と規定している(同施行令第8条第5項第3号、引用者注：太字及び下線は引用者による。「・・・」部分省略)。同号は買付け者の株券等所有割合の合計が、買付け後において三分の二以上となる場合には、買付け者に対して全部無償証券を譲与する旨を定めた規定であるが、上記規定の文言から明らかなとおり、同施行令においては、発行者が発行する株券等のす

民集64巻7号 1883 (165)

べてを含む類型として、「すべての株券等」という表現が用いられている。したがって、平成18年施行令が単に「株券等」と規定している場合には、発行者が発行する株券等のすべてを指すのではなく、買付け対象となる種類の株式に係る株券等を指すと解するのが自然である。そして平成18年改正時に「株券等」の範囲を狭めるような定義規定その他の改正はなされていらないことから、平成17年施行令についても同じような解釈をするのが自然である。

この点については、神田鑑定意見書(添付2)において、「上記の平成18年に導入された全部買付け制度との関係で、上述したいわゆる金融庁幹部が定められており、『当該株券等の発行者が発行する』『すべての株券等』という書き方がされている(施行令8条5項3号など)。これは、種類を超えて公開買付けの対象とすることを漏れづける趣旨である(松尾鶴生・前掲書110頁〔大塚忠臣氏執筆〕参照)。したがって、単に『株券等』『株券等の所有者』などと書かれている場合は、これよりも種類ごとの株券等が株券等となること(すなわち、種類を超えないで公開買付けをすること)を認める趣旨である。」と明記されていることから明らかである。

#### ウ 文理解釈の結論

以上から、文理解釈としては、原判決に論理の飛躍があるのみならず、当該用語が使用されている文脈その事情の理由が照れれば同じように解釈すべきであるから、むしろ逆の結論を導きまいと考えられる。

#### (3) 平成18年改正との整合性

##### ア 原判決の解釈

原判決は、平成17年施行令第7条第5項第4号と平成18年施行令第6条の2第1項第7号は全く同じ条文であり、同条文においては「株券等」は同じよう

1884 (166) 民集64巻7号

に解散すべきと述べ、かかる理由からすべての種類の「株券等」が含まれると述べている(原判決28～32頁)。しかしながら、この改正前後での施行令に実質的な改正がなされていないことから、むしろ互反対の結論を導くことが自然である。

すなわち、平成18年施行令第6条の2第1項第7号は平成17年施行令第7条第5項第4号と同様に次のとおり規定している。

「株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合であつて、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付け(法第二十七条の二第六項に規定する公開買付けをいう。以下この節において同じ。)によりなすことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合における当該特定買付け等」

そして平成18年他社株券令第2条の5は、第1項において平成18年施行令第6条の2第1項第7号前段の「株券等の所有者が少数である場合」を、また第2項において、平成18年施行令第6条の2第1項第7号後段の「当該株券等のすべての所有者が同意している場合」を買付け後の買付け後の株券等所有者割合が3分の2以上となる場合(平成18年他社株券令第2条の5第2項第1号)とそうでない場合(同項第2号)に分けて次のとおり規定している。

「第1項  
令第六条の二第一項第七号に規定する株券等の所有者が少数である場合として内閣府令で定める場合は、当該株券等の所有者が二十五名未満である場合とする。

第2項  
令第六条の二第二項第七号に規定するすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合は、次に掲げる区分に応じ、当該各号に定める場合とする。

民集64巻7号 1885 (167)

1号 特定買付け等の後における当該特定買付け等の所有者に係る株券等の株券等所有者割合(法第二十七条の二第八項に規定する株券等所有者割合をいう。以下この号において同じ。)とその者の特別関係者(法第二十七条の二第一項ただし書に規定する特別関係者をいう。)の株券等所有者割合を合計した割合が三分の二以上となる場合であつて、当該特定買付け等の対象とならない株券等(以下この号において「買付け等対象外株券等」という。)があるとき 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによりなすことにより同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出され、かつ、買付け等対象外株券等についてイ又はロの条件が満たされていること。

イ 特定買付け等を公開買付けによりなすことにより同意することにつき、当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会(会社法(平成十七年法律第八十六号)第二条第十四号に規定する種類株主総会をいう。第五条第三項において同じ。)の決議が行われていること。

ロ 買付け等対象外株券等の所有者が二十五名未満である場合であつて、特定買付け等を公開買付けによりなすことにつき、当該買付け等対象外株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。

2号 前号に掲げる場合以外の場合 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによりなすことにより同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出された場合とする。」

ここで、原判決は、以下のような解釈論を展開している。すなわち、平成18年施行令第6条の2第1項第7号の前段の「株券等」が買付けの対象としている特定の種類の「株券等」のみを指しているとするれば、後段の「当該株券等のすべての所有者が同意している場合として内閣府令で定める場合」という規定の「株

1886 (168) 民集64巻7号

券等」も同様に解散すべきと述べている（この点については正当な指示である。）。これを前提に原判は、この後段に基づいて規定された平成18年他社株券府令第2条の5第2項を見て、当該特定買付け毎の対象とならなない株券の所有者の同意についても規定している点を受け、この内閣府令の規定を前提に買付けを解散すると、内閣府令が「株券等」のすべての所有者が同意している場合の例として買付けの対象とならなない種類の株券等の同意を規定しているのであるから、最初「株券等」には買付けの対象とはならない「株券等」も含まれていると解釈せざるを得ない旨述べている。

しかし、特定の種類の「株券等」のすべての所有者が同意している場合として、内閣府令の制定者が当該種類の株券等の所有者以外の株券等の所有者の意思の表明の方法等も含めて規定することも立法技術としてあり得るところである。本来、下位法令への委任にあたって、「～として」と定めている場合には、その限定文言は重視すべきと考えられるべきであるが、必ずしも常にかかる限定文言に下位法令を定める者が厳密に拘束されるわけではない。

例えば、会社法第2条第3号は、子会社の定義として、「会社がその総株主の議決権の過半数を有する株式会社その他の当該会社がその経営を支配している法人として法務省令で定めるものをいう。」と規定している。この法律を基準に解釈すると、法務省令で定める子会社は少なくとも「法人」である必要があるように思われる。しかし、会社法施行規則第3条第1項は、「同条に規定する会社が他の会社等の財務及び事業の方針の決定を支配している場合には、当該他の会社等とする。」と定め、この「会社等」は、「会社（外国会社を含む）、組合（外国における組合に相当するものを含む）その他これらに準ずる事業体をいう。」（同規則第2条第3項第2号）と定められていることから、法務省令は、法人に該当しなないことが明らかであれば子会社に該当すると定められてしまっている。法務省が法律に違反する命令を定めることは考えにくく、この規則も違法であると考えられる。

以上から、原判決の解釈の手法は、論理必然的に導かれるべきではない結論について論理必然であるかの如き指示を行う点において誤りがある。

民集64巻7号 1887 (169)

## イ 原判決の問題点

上記の解釈は、地方、以下のような不都合を生じさせる。

原に原判決の解釈に従い、平成18年施行令第6条の2第1項第7号前段及び平成18年他社株券府令第2条の5第1項の「株券等」を「当該買付け対象とされた種類の株券に係る株券等の所有者だけでなく、買付け対象外の株券等も含めたすべての株券等」を指すと解釈した場合、すべての種類の株券等の所有者が合計25名未満ということが強制公開買付規則の適用除外になるはずである。そうであるにもかかわらず、平成18年他社株券府令第2条の5第2項第1号ロは、「買付け対象外株券等の所有者が二十五名未満である場合」という要件を定めている。すなわち、原判決の解釈を前提とすれば、強制公開買付規則の適用除外要件として、平成18年施行令第6条の2第1項第7号前段及び平成18年他社株券府令第2条の5第1項により、すべての種類の株券等の所有者が合計25名未満という要件が課せられているにもかかわらず、平成18年他社株券府令第2条の5第2項第1号ロにおいて、買付け等の対象としなない種類の株券等の所有者が二十五名未満という、すべての種類の株券等の所有者が合計25名未満であれば当然に充足される要件が、再度無意味に課せられているということになり、各規定の整合性を欠く、言い換えるならば、平成18年他社株券府令第2条の5第2項第1号ロの「買付け等対象外株券等の所有者が二十五名未満である場合であつて」との記載は、全く無意味で、かつ誤解を生じさせる規定ということになる。

また、そもそも平成18年他社株券府令が、従来に比べて強制公開買付規定を定めた理由は、平成18年法の下で、一定の場合に全部動産債権を導入し、全体的に規則の強化をしているところ、それと整合的に規制を強化したところにある。すなわち、平成17年他社株券府令では、買付けの対象となっていない種類の株券等の所有者からには同意を要求していなかったところ、前記2（4）で記載のとおり全部動産債権が強制される買付け後の株券等所有割合が5分の2以上となる場合には、その運用除外事由と整合させるために、従前全く定められていなかった買付けの対象となっていない種類の株券等の同意についても新たに規定したのであ

1888 (170) 民集64巻7号

る。原判決の解釈を前提とする。平成18年他社株府令はそれ以前と比べて、買付け後の株券等所有割合が3分の2未満の場合には、従前要求されていた他の種類の株券等の所有者からの同意を不徴とし、また3分の2以上となる場合でも従前は各所有者から同意を要求していたところ、種別株主総会の承認をもって代えることを許容したこととなり、規則の強化をしたという趣旨と逆行した解釈になつてしまう。

また、上記(1)イ. で述べた平成18年施行令では「すべての株券等」という用語がすべての種類の「株券等」を指す用語として使用されており、この表現とも矛盾する。

この点については、平用協定意見書(添付2.)においても、「原判決のように、『株券等』が譲渡を超えてすべての株券等を意味すると解すると、たとえば、譲渡を超えて公開買付けの対象とする上記のいわゆる全労働者協会の適用除外要件として、施行令第2条の2第1項7号前段および府令第5条の5第1項により、すべての種類の株券等の所有者が合計25名未満という要件が課せられているにもかかわらず、府令第5条の2第1項1号ロにおいて、買付け等の対象にしない種類の株券等の所有者が25名未満という、すべての株券等の所有者が合計25名未満であれば当然に充足される要件が、再度無意味に課されているということになり、府令第5条の2第1項1号ロの「買付け等対象外株券等の所有者が25名未満である場合であつて」との記載は全く無意味な規定であることになつてしまふ。」(同意見書7頁)と明記されているところである。

#### ウ 平成18年改正との整合性を踏まえた結論

以上から、平成18年施行令、平成18年他社株府令との整合性を原判決は主張するが、これらの規定に鑑みらるしむしろ逆の結論に至る。

#### (4) 実質的な不都合

民集64巻7号 1889 (171)

上記2. のとおり、公開買付けは株券等の種類ごとに行うことが許容されてい  
ると思われるのである。この解釈を前提とすると、ある種類の株券等を買付け  
る場合、当該種類の株券等を対象とした公開買付けが義務づけられるか否かが問  
題となる。この場合、当該株券等の所有者の人数が少なく、かつ全員が公開買付  
けをしないことについて同意しているのであれば、公告をして、当該株券等の所  
有者に対して、公開買付期間を設定して勧誘行為をさせることを義務づける必要  
はない。公開買付けには課できない他の種類の株券等の所有者の人数や同意の有  
無を問題にする意味はないのである。例えば、普通株式と新株予約権付株式を発  
行している会社の新株予約権付株式を買い場合、新株予約権付株式の払戻権香  
が25名未満で、かつ全員が公開買付けを行わないことに同意している場合に、  
普通株主が多数いること、又は普通株主が同意していないことを理由に、新株予  
約権付株式のみを対象とした公開買付けを義務づけることは、意味のない手段・  
時間・費用を買い手に課すだけであり、社会的なメリットもない。確かに公開買  
付けを義務づければ一定の情報が開示されることになるが、価格や数量について  
は、いずれにしても、事後的ではあるが遡及なく大量保有報告制度の下で開示さ  
れることになるので(平成17年法第27条の23以下)、このようなケースでこ  
れ以上の開示を義務づける必要はない。この点については、第一審判決も同様の  
趣旨の判断を下している(第一審判決14頁及び15頁)。

#### (5) 金融庁や有識者の見解

##### ア 金融庁の見解

実務上も、この「株券等」とは、買付けの対象となる種類の株券等を指し、そ  
の所有者の人数、同意を問題にしてきた。

この点、平成18年6月1日に開催された参議院の財政金融委員会において金  
融庁総務企画局長の三浦谷野範氏が「株券等所有割合が三分の一を越える買付  
けであっても、株券等の所有者の数が二十五名未満の場合であつて公開買付け

1890 (172) 民集64巻7号

によらないことにつき総株主の同意があるときは、他の株主の承認議案を採択する必要があることから、公開買い付け手続は強制されないこととなっております。そこで、種類株式の問題がございませうけれども、種類株式につきましては、株主や配当等の内容が種類ごとにまちまちでございまして、経済価値が異なるわけですから、この公開買い付け手続についても種類ごとに行われているわけだと思っております。したがって、種類株式に対しては買付けにつきましては、当該種類株式に係る他の株主に売却機会を確保するとの観点から、上記に準う総株主の同意、これは当該種類株式に係る総株主の同意と解されている。(引用者注：大字・下線は引用者による)、「種類株式につきましては、それぞれ種類株式ごとにその売却が行われるというところでございまして、二十五名未満の総株主の同意があれば、そこにはございましては公開買い付け手続は適用されないと、これが一つの仕組みでございまして」(乙7：平成18年6月1日参議院附設金融委員会 第5項第4号の「株主等の所有者」の対象について、「この場合の総株主といいますが、実は株券にはいろいろな種類がある場合がございます。配当の内容について例えば種類ごとに違うというような場合には、その種類ごとの株主、その種類株式にかかわる総株主というところで種類ごとには判断するというように解されております」(添付7：平成18年4月24日参議院決算委員会記録27頁)と述べていることから明らかである。

また、本件買付けを行う前に「I R C J」及び申立人代理人が金銀行に対して、平成17年施行令第7条第5項第4号の「株券等の所有者」の対象について照会したところ、金銀行は、「株券等の所有者」は、種類株式を発行する会社の特定の種類株式についての買付けが行われる場合には、当該種類株式の株主のみが対象となり、普通株式は含まれない旨の回答をしている。(添付9：平成17年8月8日付け「種類株式を公開買付けすることに関する証券取引法上の取扱いについて」と題する書翰。添付4：平成17年12月12日付け「種類株式の買付けに関する公開買付けの要否に関する証券取引法上の取扱いについて」と題する書翰)。

民集64巻7号 1891 (117)

## イ 学説

従前においては争いが無かった論点なので、引用できる学説は少ない。相手方自身も「当方の主張に断片的な学説も、そうでない学説も、見つけることはできなかった」(原審判第2巻書面1～2頁)と主張されており、平成17年法第27条の2第1項第6号、平成17年施行令第7条第5項第4号及び平成17年他社株券令第3条の2の4第1項の「株券等」について、原判決と同様の解釈をしている学説は、申立人代理人が採した限りでは存在しない。

他方、東京大学大学院法学政治学研究所の神田秀樹教授は、本件訴訟が提起される前の平成17年11月4日付けの意見書(新付6)において、「株式会社2以上の種類の株式を発行している場合には、そのうちの1つの種類の株式を対象として行う公開買付けは、証券取引法上、その種類の株式のみを対象として考えるべきである。したがって、本件では、K BのC種類株式の所有者が25名未満(I R C JとK Cのみ)であり、かつ、すべての所有者からX社が公開買付けによりないで買付けを行うことについて同意する書面が提出された場合には、X社は、公開買付けによらないでK BのC種類株式の買付けを行うことが認められる。(同意見書1頁及び2頁)と、平成17年施行令第7条第5項第4号の「株券等の所有者」の対象が、種類株式を発行する会社の特定の種類の株式についての買付けが行われる場合には、当該種類株式の株主のみが対象となり、普通株式の株主は含まれない旨を明確に述べている。

## ウ 実務上の取扱い

そして、こうした金銀行の解釈や有権者の見解にも基づき、公開買付けの実務においては、平成17年法第27条の2第1項第6号、平成17年施行令第7条第5項第4号及び平成17年他社株券令第3条の2の4第1項の「株券等」は、複数の種類の株券を発行する会社の特定の種類の株券等についての買付けが行われる場合には、当該種類に係る株券のみを指すことがルールとなっていたし、

1892 (1174) 民集64巻7号

現行法下において、同様の解釈を前提として証券取引業務は動いている。

(6) 小括

既に述べてきたとおり、平成17年法第27条の2第1項第6号、平成17年  
 法令第7条第5項第4号及び平成17年他社控訴令第3条の2の4第1項の  
 「株券等」に関する原判状の解釈は、条式の文言上も、その後の改正の経緯から  
 も、実質的な利益考量からも、従来の解釈に照らしても、到底採り得ない明らか  
 に誤りである。しかも原判状の判断は、証券取引業務における既定のルールを種  
 々、実務にも多大な影響を与えるものであるから、直ちに放棄されなければなら  
 ない。

別表1

新株予約権又は種数の種類の株式を発行している会社の株式について平成18  
 年に行われた公開買付け（但し平成17年法第97号による改正が施行された平  
 成18年12月13日以前のものに限る）は18件であった。そのうち、以下に掲  
 げるとおり、全ての種類の株券等を買付けの対象としている公開買付けは2件、一  
 部の種類の株券等を買付けの対象としない公開買付けが16件であった。

1 全ての種類の株券等を買付けの対象としている公開買付け

公開買付 開始日	買付者	対象者	発行されてい る普通株式以 外の株券等
1 1月27日	株式会社三巴商會	大飯権置興株式会社	優先株式
2 9月20日	株式会社ソー・チ イスト	株式会社戸沢	A種優先株式

1 公開買付開始日の直近において提出された希望証券報告書又は半期報告書におい  
 て、新株予約権又は種数の種類の株式を発行している旨の記載がある会社を対象と  
 した。

1894 (176) 頁64巻7号

2 一部の種類の株券等を買付けの対象としない公開買付け

公開買付 開始日	買付者	対象者	発行されてい る普通株式以 外の株券等
1 1月5日	株式会社イサネン	タイホー工業株式 会社	第一回A種優先 株式 第一回B種優先 株式
2 1月5日	日立ソフトウエア エンジニアリング 株式会社	株式会社ビシネス プレイング木田昭和 会社	新株予約権
3 1月16日	株式会社ドン・キ ホーテ	オリジン証券株式 会社	新株予約権
4 1月31日	イオン株式会社	オリジン証券株式 会社	新株予約権
5 2月22日	トリニティ・イン ベストメント株式 会社	カネボウ株式会社 A種優先株式 B種優先株式 C種優先株式	新株予約権
6 5月16日	株式会社アーク	株式会社グラフィ ックプロダクツ	新株予約権
7 6月9日	SNCインベストメ ント株式会社	株式会社イカいら 社債	新株予約権
8 7月20日	株式会社ギギエー ジエーション	株式会社ヤギコー ポレーション	新株予約権
9 7月24日	株式会社アアース トリテイリング	株式会社キャビン	新株予約権
10 8月28日	インボイスパート ナーズ合同会社	株式会社ガイナシ アイ	新株予約権 新株予約権 新株予約権
11 10月6日	グリーン・パート ナーズB株式会社	キューサイ株式会 社	新株予約権
12 10月31日	株式会社インブ クス・ホールディ ングス	株式会社アトラス	新株予約権 新株予約権
13 10月31日	任友商事株式会 社	住商リース株式会 社	新株予約権
14 11月10日	アイエスエス・イ ンベストメント ホールディングス	インターネットセ キュリティシステム ズ株式会社	新株予約権

1 普通株式のほか新株予約権及び種数の種類が買付けの対象とされているが、新株  
 予約権は買付けの対象とされていない。

1894 (176) 頁64巻7号

15	11月13日	イテック 株式会社A08	株式会社レック ス・ホールディング ス 株式会社カーデス 株式会社リッド アノニスティック ス	新振込権 新振予約権 新振予約権
16	12月4日			

以上

別表2

全部始終務の運用のある最近の実例において、新株予約権の買付価格を1円とし  
ているもの

1	公開買付開始日	買付者	列挙者
1	平成20年2月5日	ジャパン・ブルー・スカ イ・キャピタル・パー ナース・エルピーほか	株式会社東京スター 行
2	平成20年2月19 日	富士フイルムホールデ イングス株式会社	富士化学工業株式会社
3	平成20年2月29 日	ソネットエンタテイン メント株式会社	株式会社ゲームボット 株式会社
4	平成20年3月7日	株式会社エフエム東京	ジグノシステムジャパ ン株式会社
5	平成20年3月19 日	株式会社タカラトミー	株式会社エーシン
6	平成20年6月14 日	ティー・アール・ユー・ジヤ パン・ホールディングス 2・エルエルシー ー株式会社	日本トイザらス株式会 社
7	平成20年5月28 日	アイ・ティ・エス・ビ ー株式会社	株式会社オークネット 株式会社
8	平成20年6月2日	シダックス株式会社	大新車株式会社
9	平成20年7月15 日	株式会社ローソン	株式会社丸九アラス 株式会社
10	平成20年7月28 日	株式会社BOJ-2	株式会社ディ・アール・ア ン・ド ームホールディングス

以上

民集64巻7号 1895 (177)

附属書類

- 添付1 金融・商審判例1297号20頁
- 添付2 東京大学大学院法学政治学研究所・中田秀樹教授の平成20年8月27日付け鑑定意見書
- 添付3 平成17年8月8日付け「種類株式を公開買付けすることに関する証券取引法上の取扱いについて」と題する書翰
- 添付4 平成17年12月14日付け「種類株式の買付けに関する公開買付けの高空に関する証券取引法上の取り扱いについて」と題する書翰
- 添付5 旬刊商審法源1786号4頁「公開買付制度の見直しに係る競争・内閣府令の一部改正の概要」
- 添付6 東京大学大学院法学政治学研究所・中田秀樹教授の平成17年11月4日付け意見書
- 添付7 平成18年4月24日参議院決算委員会議録

〔附属書類省略〕

○ 参 照  
第1審判決の本文、事実及び理由

口頭弁論録録日 平成19年3月6日

- 主 文
- 1 原告の請求をいずれも棄却する。
- 2 訴訟費用は原告の負担とする。

事 実

1896 (178) 民集64巻7号

## 時の判例

証券取引法施行令（平成18年政令第377号（平成20年（受）第1631号、損害賠償請求事件）（民集64巻7号1843頁、判時2088号154頁））1番・東京地判平成19年5月29日  
2番・東京高判平成20年7月9日

証券取引法施行令（平成18年政令第377号（平成20年（受）第1631号、損害賠償請求事件）（民集64巻7号1843頁、判時2088号154頁））1番・東京地判平成19年5月29日  
2番・東京高判平成20年7月9日

最高裁判平成22年10月22日第二小法廷判決  
（平成20年（受）第1631号、損害賠償請求事件）  
（民集64巻7号1843頁、判時2088号154頁）

### 事実

I 本件は、カネボウ株式会社の発行する普通株式を保有していたXが、Yによるカネボウの発行する種類株式に係る株券の買付けは、普通株式と共に公開買付けによらなければならないものであったのに、これによらなかつたことが違法であり、その結果、その保有していた普通株式を売却する機会を逸し、損害を被ったことと主張して、Yに対し、不法行為に基づく損害賠償を求めた事案である。

II 平成18年1月当時、カネボウの発行する株券のうち、C種類株式（議決権はあるが、利益配当請求権はなく、同年10月1日以降であれば普通株式への転換が可能であるという内容の種類株式）に係る株券の所有者は、株式会社産業再生機構と株式会社カネボウ化粧品の2名のみであった。普通株式に係る株券の所有者は多数おり、Xもカネボウの発行する普通株式1500株を保有していた。Yは、C種類株式に係る株券の買付けを公開買付けによらないで行うことにつき、産業再生機構及びカネボウ化粧品の同意を得た上で、同年1月31日に産業再生機構から、同年2月21日にカネボウ化粧品から、それぞれが所有する上記株券の全部を公開買付けによらずに買い付けた（以下「本件各買付け」という）。

III 本件各買付けは、特定買付け等（株券等の買付け等を行う相手方の人数と、当該買付け等を行う日60日間に、取引所有価証券市場外において行った当該株券等の発行書の発行する株券等の買付け等を行う相手方の人数との合計が10名以下である場合における株券等の買付け等）に該当する。

本件各買付け当時、株券等の所有者が25名未満である場合（以下「25名未満要件」という）であ

って、当該株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載された書面が当該株券等のすべての所有者から提出された場合（以下「同意要件」という）における当該特定買付け等については、公開買付けによる必要はないものとされていた（証券取引法（平成18年法律第65号）による改正前のもの）27条の2第1項ただし書第6号、証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの）7条5項4号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（他社株府令）（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの）3条の2の4第1項及び2項。

そこで、本件各買付けが、25名未満要件及び同意要件を充たしており、公開買付けによる必要はなかつたのかを検討する前提として、証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの）7条5項4号、他社株府令（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの）3条の2の4第1項及び2項所定の「株券等」の意義が問題となった。

### 判旨

証券取引法施行令（平成18年政令第377号）による改正前のもの）7条5項4号、発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令（平成18年内閣府令第86号）による改正前のもの）3条の2の4第1項及び第2項所定の「株券等」には、特定買付け等（同施行令7条5項）というものの対象とならない株券等は含まれない。

（補足意見がある。）

### 解説

I Xは、25名未満要件及び同意要件に関する「株券等」は、議決権を有するすべての種類の株式に係る株券等を意味するとする見解（非限定説）に立脚し、本件では、上記株券等の所有者は25名よりはるかに多く、また、本件各買付けを公開買付けによらないで行うことに関し、Yは、25名未満要件及び同意要件にいう「株券等」は、特定買付け等の対象である種類株式に係る株券等に限定されるとする見解（限定説）に立脚し、本件では、Yが特定買付けを行ったC種類株式の株券の所有者は産業再生機構とカネボウ化粧品の2名のみであり、その同意も得ているから、本件各買付けを公開買付けによる必要はなかつたと主張した。

II 1番は、限定説に立脚し、本件各買付けを公開買付けによる必要はなかつたとして、公開買

# 時の判例

却する結果を招くことなど本判決が指摘することに照らせば、非限定説を採用することはできないように思われる。また、須藤定説を採用する見解において詳細に指摘されているように、平成18年の証券取引法施行令及び他社株券の改正の経緯等に照らしても、非限定説を採用した原裁判を維持することは困難であろう(上記の文意のほか、田中信隆「カネボロ控訴審判決の教訓」商事法務1852号4頁参照)。

もつとも、限定説を採用した場合であっても、形式的に種類の異なる株券等であればすべて「株券等」に含まれないか、それとも、形式的に種類の異なる株券等であっても、実質的に内容が同一の株券等であれば、「株券等」に含まれると解する余地はないのかという問題がある。この点について、本判決は明示的に触れてはいないが、普通株式とC種類株式の実質的同一性を問題とすることなく、公開買付けの要否を判断していることからも、形式説を採用したものと考えられる。実質説は、個別具体的に妥当性を追及するという点で優れているものの、その限界が不明確な面があることは否めない。そして、公開買付けを行うことが必要とされる場合に公開買付開始公告を行わなかったときには、買付者は、個人であれば3年以下の懲役もしくは300万円以下の罰金又はその併科に、法人であれば3億円以下の罰金に処せられることとなるが(本件が買付け当額の買取法198条4号・207条1項2号・27条の3第1項、その後、法定刑は加重されている(金商法197条の2第4号・207条1項2号・27条の3第2項の改正後の金商法の下では、公開買付け開始公告なしに買付け等を行った場合に、買付総額の25%相当額の罰金も課せられる。)のように公開買付けの実効の有無が刑事責任にも関わることだからすれば、「株券等」の内容が不明確になる弊害は採り難いように思われる(この点については、

田中・中山・前掲6頁が詳しい)。

V 本判決は、最高裁の判断が注目されていた法律上の論点につき、最高裁として初めての判断を示したものであり、TOB実務に与える影響も大きいものと思われる。

(石丸将利=前掲最高裁判解査書)

たものとなり、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化のために上記の各規定が設けられた趣旨が否や否化される。

③ 特定買付け等が公開買付けにより行われるか否かは、当該特定買付け等の対象となる特定の種類の株券等の所有者の利害に直接影響するものであるものの、その株券等の所有者において当該特定買付け等を公開買付けにより行うことにつき同意しているの買付者による株券等の所有者に同意する必要があることから、同意要件を設ける必要はないといえる。また、株券等が公開買付けの対象となし、特定買付け等を行う者が当該買付けの他の種類の株券等があるとしても、その所有者の利害に重大な影響を及ぼすものではないものとして、その同意は必要とされなかつたものと解するのが相当である。

IV TOBの実務においては、原判決が言い渡されるまでは、限定説が当然の前提とされており、また、証券取引法を所管する金融庁も、25名未満要件及び同意要件にいう「株券等」については種類ごとの株券等を意味するとの立場に立っていたと指摘がなされている(大田洋「種類株式の買付け」と通じた上場企業の買収とTOB規制」金法1854号35頁、松尾祐也「種類株式に対する公開買付けの運用」商事法務1847号25頁など。平成18年4月24日開催の参議院決算委員会における金融庁総務企画局普請の発言、同年6月1日開催の参議院財政金融委員会における金融庁総務企画局長の発言も参照)。原判決に対しては、その理由付けについては批判しつつも、その結論は相当であるとする見解も見られる(井野篤夫「旧カネボウ株式退任訴訟」商事法務1854号24頁、島田志典「判例研究」東大法学部3巻9号197頁、大田洋・中山達也「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収と公開買付け規制」金判1851号2頁など)。25名未満要件及び同意要件を充足する特定買付け等につき公開買付けを不

効とする規定が設けられるに至った経緯や、非限定説によることの規定が適用される余地が実際上極めて限定され、この規定が設けられた趣旨を改

定されたこと、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化のために上記の各規定が設けられた趣旨が否や否化される。

る改正前のもの)7条5項4号、他社株券令(平成18年内閣府令第86号による改正前のもの)3条の2の4第1項及び2項所定の「株券等」には、特定買付け等の対象とならない株券等が含まれると解する余地はないとして、限定説を採用することを明らかにした。そして、本件が公開買付けによる買付けによる必要はなく、これを公開買付けにより行うことは、証券取引法(平成18年法律第65号)による改正前のもの)27条の2第1項に違反するものであるとはいえず、Xとの関係でも違法な方法中、Y取卸部分を除き、同意要件を充足する旨の判断をした。

本判決が、限定説を採用した理由は、次のとおりである。

① 証券取引法27条の2第1項は、株券等の買付け等を行う者が特定の種類の株券等のみを買付け等の対象とし得ることを前提として、買付け等の対象としようとする種類の株券等の買付け等についての公開買付けの要否を規律したものであるから、同項の規定を受けて定められた25名未満要件及び同意要件も、買付け等の対象としようとする特定の種類の株券等の特定買付け等について、これを公開買付けによらずに行うのが合理的である。

② 平成15年政令第116号及び同年内閣府令第28号による改正により、25名未満要件及び同意要件をいわずとも充足する特定買付け等については、公開買付けによる必要がないものとされたが、この改正は、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化を図ることを目的として行われたものであり、上記各要件を充足する特定買付け等については、公開買付けによらずに買付けを行うことができるものとすることを目的として行われたものである。公開買付けによる買付け等については、そのために発行される特定の種類の株券等の特定買付け等をする必要がない場合がある上、有価証券報告書の提出義務を負うのは、証券取引所に上場されている有価証券を発行する会社等であるから、一般に、その会社が発行する株券等の所有者が多数に及ぶことは明らかであるとして、このような実情や上記改正の目的をいも考慮すると、上記各要件は、買付け等の対象としようとする特定の種類の株券等の特定買付け等を前提として定められたものである。非限定説によると、上記各要件が充足される余地は実際上極めて限定され

る。非限定説によることの規定が設けられた趣旨を改定されたこと、事業再編等の迅速化及び手続の簡素化のために上記の各規定が設けられた趣旨が否や否化される。

# 時の判例

付けが必要であることを前提とするXの請求を棄却した。

これに対し、原審は、非限定説を採用し、C種類株式に係る株券の所有者は証券再生機構カネボウ化産品の2名であったが、他に普通株式に係る株券の所有者が多数いたから、本件が買付け、25名未満要件及び同意要件を充足しないので、公開買付けによる必要はないことのできる場合と見なされ、これを公開買付けにより行ったことは、普通株式の株主であるXとの関係でも違法なものであるから、Y取卸部分を構成すると判断して、Xの損害賠償請求を一部認容した。原審が非限定説を採用した理由は、次のとおりである。

① 25名未満要件及び同意要件にいう「株券等」に文言上特に関限は加えられていない。

② 他社株券令(平成18年内閣府令第86号)による改正前のもの)の「当該株券等」の所有者の同意」の「当該株券等」には、「買付け等対象の株券等」及び「買付け等対象外株券等」のすべて(そこには種類の異なる株券等も含まれる)が含まれることとされているが、同項の規定は、証券取引法施行令(平成18年政令第377号)による改正後のもの)6条の2第1項7号でいう「当該株券等」を「買付け等対象外株券等」及び「買付け等対象外株券等」のすべて(そこには種類の異なる株券等も含まれる)を含むものと考えていたことが分かる。そして、法及び施行令のレベルであると、本件各買付けに適用される証券取引法及び同法施行令の規定と平成18年改正後の証券取引法及び同法施行令の規定は、全く同じ文言であり、実質的には改正されたいから、証券取引法施行令(平成18年政令第377号)による改正前のもの)7条5項4号にいう「当該株券等」も「買付け等対象外株券等」及び「買付け等対象外株券等」のすべてを含む意味のものであるということが十分分かる。

③ 買付者が取引所有価証券市場において、ある特定の種類の株式に係る株券を買付けを行うことを企図している場合に、公開買付けによるならぬらばならないか否かの判断の基準となる株券等は、当該買付けの対象とされた種類の株式に係る株券等だけでなく、買付け対象外株券等すべてを含めたものであると解することは、公開買付け制度の趣旨に適合する。

III 本判決は、本件が買付けの時点で適用される証券取引法施行令(平成18年政令第377号)による改正前のもの)7条5項4号にいう「当該株券等」には、公開買付けの対象とならない株券等が含まれると解する余地はないとして、限定説を採用することを明らかにした。そして、本件が公開買付けによる買付けによる必要はなく、これを公開買付けにより行うことは、証券取引法(平成18年法律第65号)による改正前のもの)27条の2第1項に違反するものであるとはいえず、Xとの関係でも違法な方法中、Y取卸部分を除き、同意要件を充足する旨の判断をした。

<p>の所有者が二十五名未満である場合であって、特定買付け等を公開買付けによらないで行うことにつき、当該買付け等対象外株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出していること。</p> <p>二 前号に掲げる場合以外の場合 当該特定買付け等の対象となる株券等に係る特定買付け等を公開買付けによらないで行うことに同意する旨を記載した書面が当該特定買付け等の対象となる株券等のすべての所有者から提出された場合とする。</p>	<p>当社株府令第2条の5第1項第2号、同府令第2条の5第2項第1号口</p> <p>当社株府令第2条の5第1項第2号、同府令第2条の5第2項第1号口</p>	<p>当該種類株主全員の同意を得て、かつ買付け後の株券等所有割合が3分の2未満又は投資者保護にかけられないものとして内閣府令で定める場合に該当すれば、令第6条の2第1項第7号により、公開買付けは不要となるのか。</p>	<p>あって、当該種類株式のすべての所有者からの同意を得たときは、令第6条の2第1項第7号及び他社株府令第2条の5第2項の要件を満たせば公開買付けは不要となります。ただし、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、個別事案ごとに判断されるものと考えられます。</p> <p>なお、規定を整理した結果、令第6条の2第1項第7号の括弧書きを削除し、他社株府令第2条の5を第2条の5第2項として修正いたしました。(修正内容につき12参照)</p>
<p>16</p>	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第2項第1号口、同府令第5条第3項第2号の「25名未満」とは、①異なる種類の株券等がある場合には、種類ごとに所有者が25名未満であればよい、という趣旨でよいのか。②また、新株予約権については、新株予約権の内容が異なる場合には、内容ごとに25名未満であればよい、という趣旨でよいのか。</p>	<p>① 25名未満の要件は、株券等の「種類」ごとに適用を受けますが、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、個別事案ごとに判断されるものと考えられます。</p> <p>② 新株予約権については、内容が異なる場合であっても対象となる株券等が同一のものであれば通算することが必要となります。</p>	<p>「種類」ごとに適用を受けますが、株券等の「種類」をどのようにとらえるかは、個別事案ごとに判断されるものと考えられます。</p> <p>② 新株予約権については、内容が異なる場合であっても対象となる株券等が同一のものであれば通算することが必要となります。</p>
<p>17</p>	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第1項第7号</p>	<p>当該特定買付け等の対象となる株券等以外の株券等すべてを指します。株券等の定義は、新株予約権証券や新株予約権付社債券も含まれます。</p>	<p>当該特定買付け等の対象となる株券等以外の株券等すべてを指します。株券等の定義は、新株予約権証券や新株予約権付社債券も含まれます。</p>
<p>18</p>	<p>令第6条の2第1項第10号</p>	<p>既開示株券等の売出しについて届出義務がないこと等を踏まえ、そのような場合は公開買付け規制の適用外を認めないこととしています。</p>	<p>既開示株券等の売出しについて届出義務がないこと等を踏まえ、そのような場合は公開買付け規制の適用外を認めないこととしています。</p>

<p>13</p>	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第2項第1号イ</p>	<p>当該種類株主総会の決議は、定款で定められた事項として会社法上有効な決議が必要であるのか。また、その決議は普通決議で足りるのか、特別決議や特別決議まで必要なのか。</p>	<p>会社法に依い、会社法上有効な種類株主総会の決議がなされる必要があります。</p>
<p>14</p>	<p>令第6条の2第1項第7号</p> <p>他社株府令第2条の5第1項及び第2項第1号口について、25名未満という要件が課せられているが、全員の同意を要求するので人数に上限を設ける必要はないのではないか。</p>	<p>他社株府令第2条の5第1項及び第2項第1号口については、本来公開買付手続によるべき買付けについて、例外的に適用除外となる場合を規定しております。具体的には、株券等の保有者が少数である場合には、同意を得る者と与える者との間において情報の非対称等が発生する可能性が低いことから、すべての保有者が同意しているときは適用除外としています。</p>	<p>他社株府令第2条の5第1項及び第2項第1号口については、本来公開買付手続によるべき買付けについて、例外的に適用除外となる場合を規定しております。具体的には、株券等の保有者が少数である場合には、同意を得る者と与える者との間において情報の非対称等が発生する可能性が低いことから、すべての保有者が同意しているときは適用除外としています。</p>
<p>15</p>	<p>令第6条の2第1項第7号</p>	<p>ある種類の種類株式のみを25名未満の株主から買付けする場合、</p>	<p>ある「種類」の株式のみを25名未満の株主から買付けする場合、</p>

## 23

## 公開買付価格

## □ 概要

わが国の公開買付制度においては、公開買付価格の水準自体について特段の規制は設けられていないが、公開買付価格についてはその均一性が求められている。

## □ 均一性の具体的内容

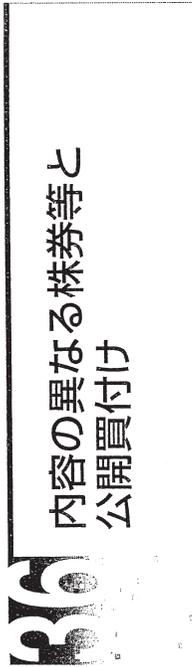
公開買付けによる株券等の買付け等を行う場合には、買付け等の価格については均一の条件によらなければならない（法27条の2第3項）。

同一の公開買付けにおいて、対象者が発行する、内容の異なる2以上の株券等を買付け等の対象とするような場合においても、実質的に公開買付価格が均一となるよう、公開買付価格を設定すべきである。

たとえば普通株式に転換する条件が付されている種類株式あるいは新株予約権に対する買付け等の価格については、普通株式など基準となる株券等に経済的価値を換算することが基本的に可能であり、そのような場合、換算後の価格が普通株式に対する価格と均一になるように公開買付価格が設定されるべきものと考えられる。経済的価値を定量的に換算することが困難な場合、いかなる公開買付価格の設定が均一かについては、個別の事案ごとに判断される必要がある。

## □ 有価証券その他金銭以外の対価に係る公開買付価格の考え方

有価証券その他金銭以外のものをもって買付け等の対価とする場合、当該有価証券その他金銭以外のものとの交換比率が公開買付価格とみなされ



### □ 概要

近年の一連の商法改正や会社法の施行等によって、会社が発行することのできる有価証券の内容の柔軟化が図られてきたことに伴い、同一の発行者が2以上の内容の異なる有価証券を発行している場合も増加しているものと考えられ、公開買付制度において、このような発行者が発行する有価証券をどのように取り扱うかが問題となる。

この点、同一の発行者に係る2以上の内容の異なる株券等について、買付け等の対象に含めるものと含めないものを区別して公開買付けを行うことは、公開買付制度上、当然には予定されていない。

一方、2以上の内容の異なる株券等の発行者の株券等を買付けけるにあたって、たとえば、ある内容の株券等については現在も、また、将来に向けても、買付けける予定・意思が一切ない、などの場合も想定されることである。同一の公開買付手続に含めるべき株券等の内容の範囲については、最終的には個別事案ごとに判断される必要があるが、このような場合は、最終的には公開買付手続に係る議決権、配当、普通株式への転換条件等の内容が、他の内容の株券等と明確に区別できるとした場合には、公開買付けを行うにあたって、当該株券等を買付け等の対象から除外する取扱いが認められる場合もあると考えられる。

### □ 買付け等の後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合

上記の記述にかかわらず、公開買付後における公開買付者の株券等所有割合が特別関係者と合計して3分の2以上となる場合には、手残り株をか

かえることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合が想定されることから、すべての内容の株券等の所有者に対して買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行わなければならないこととされている(令8条5項3号)。

この強制的全部勧誘義務については、35に記述されるとおり、一部適用除外が存在する。

- ① 当該株券等の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘が行われないことに同意することにつき、当該株券等に係る種類株主総会の決議が行われている場合
- ② 当該株券等の所有者が25名未満である場合であって、買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘が行われないことにつき、当該株券等のすべての所有者が同意し、その旨を記載した書面を公開買付者に提出している場合

には、それらの株券等については、買付け等の対象としなくとも公益または投資者保護に欠けることがないものとして、買付け等を行わないことが認められている(令8条5項3号、他社株府令5条3項)。



新しい公開買付制度と大量保有報告制度

2007年8月1日 初版第1刷発行

池田 唯 一  
編 著 者 大 来 志 郎  
町 田 行 人  
発 行 者 松 澤 三 男

発 行 所 経 商 事 法 務  
〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町3-9-10  
TEL 03-5614-5643・FAX 03-3664-8844(営業部)  
TEL 03-5614-5649(書籍出版部)  
<http://www.shojihomu.co.jp/>

著丁・乱丁本はお取替えいたします。印刷/三英グラフィック・フーズ附  
© 2007 Y.Ikeda, S.Ookita, Y.Machida Printed in Japan

Shojihomu Co., Ltd.

ISBN978-4-7857-1450-5

\*定価はカバーに表示してあります。

### Q6 種類株式発行会社に対する全部勧誘・買付義務 その他強制公開買付規制の適用

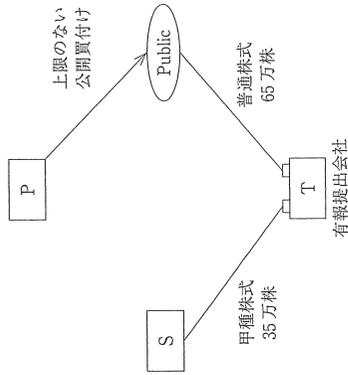
上場会社T社は、平成19年10月1日時点で、普通株式（上場株式）65万株と甲種優先株式（非上場株式）35万株を発行している。

甲種優先株式は無議決権株式であるが、一定の優先配当権のほか、平成25年1月1日以降に行使用可能となる取得請求権（T社に対して、甲種種類株式1株の取得と引換えに、T社の普通株式1株の交付を請求できる権利とする）が付されており、また、譲渡制限が付されている。

S社は、同日時点で、T社の甲種種類株式のすべてを保有している（T社の普通株式は保有していない）。また、P社は、同日時点で、T社の株式を持っていないとする。

(1) 公開買付けの対象とすべし「株券等」その1～全部勧誘義務あり～

P社は、平成19年10月1日に、T社の普通株式を対象として、「上限なし・下限44万株」とする公開買付けを開始した。当該公開買付けによって（少なくとも平成24年末までの期間）、T社の総議決権の3分の2の確保を狙っている。P社の行為は、公開買付規制に違反するか。



普通株しか要りませんと。どこまでそのわがままが通るのかということ、例えば普通株について市場で付いている株価をベースに決めたTOB 価格が

## III 「株券等」の意義

### 1 種類株式と強制公開買付規制

岩原 それでは、「株券等」の意義、種類株式と強制公開買付規制のQ6に行きましょう。

武井 ◆全部勧誘義務における「株券等」の範囲と買付価格  
種類株式と強制公開買付規制は、実務でも徐々に問題になってきているところなので、考え方の整理ができればと思います。事例は、上場会社のほうに65%、65万株の普通株と、甲種優先株式35万株がある。この甲種優先株式は無議決権である。優先配当の優先株です。あと5年くらいは議決権は生じませんという状態になっています。ある意味で、よく巷で出ている優先株の一例かと思います。

P社がこのターゲットの株を買おうということになり、いろいろな買い方があるのですが、これに関してQ6では(1)~(4)と4つのバリエーションを示しております。

(1)ですが、P社はターゲットの普通株だけを対象として「上限はなし、下限は44万株」とする公開買付けを開始しました。現時点で議決権のある株式は普通株式65万株ですので、議決権ベース、あるいは株券等所有割合ベースでは、65分の44で3分の2を超えることになりました。こういうT社の普通株式だけを対象として、下限44万株という公開買付けをすることは、この全部勧誘義務に違反し、甲種株の優先株のほうも公開買付けの対象にしなればいけないというふうになるのだらうと思われませんが、その点の確認です。

なお、甲種の優先株も全部勧誘義務により買わなければならないことになったときに、実務で問題になるのは買付価格の決め方だと思います。私は

あって、甲種株を、極端な話が1円などで提示してTOBを行ってもよいのかどうか。もしこの価格に関して何らかのルールがあるのであればどういうルールがあるのかといった点もできれば併せてご議論いただければと思います。

商事法務で大来さんが書かれたものでは、全部勧誘義務に関して、その価格の差について説明がつくものであれば、異なる価格でもOKだという説明があります（大来志郎「公開買付け制度に係る政令・内閣府令の一部改正の概要」商事法務1786号〔2006年〕10頁）。説明すればOKなのか、説明が付けばOKなのか、その辺のところで差があるかもしれませんので、そのころも明確に解釈をと思っております。とりあえず<sup>(1)</sup>についてまずご議論をいただけたらと思います。

岩原 いくつかの問題に分かれます。そもそも、全部勧誘義務の対象になるのか。全部勧誘義務というときには、普通株式だけではなく、甲種株式も買付けの対象にしなければいけないということですね。その次におっしゃったのは、甲種株式を買い付けるときの価格はいくらにすべきなのか。もう1つ問題になり得るのは、金商法27条の2第1項柱書但書、同施行令6条の2第1項7号、他社株買付府令2条の5第2項1号イ・ロ、及び金商法27条の2第5項で同施行令8条5項3号、他社株買付府令5条3項1号・2号に基づき、強制公開買付け義務及び全部勧誘義務の適用除外になる場合に該当するかということですね。かなりたくさん問題が多層的にあります。

武井 岩原さんのご指摘のとおりです。強制公開買付け義務の適用除外と全部勧誘義務の適用除外とで、いろいろと混乱しやすい難解な話がございます。条文の適用関係について少し補足いたします。平成18年の法改正での全部勧誘義務の導入によりまして、①公開買付けを行う場合で、②公開買付け後における公開買付け者及びその特別関係者の「株券等所有割合」の合計が3分の2以上となる場合には、対象者のすべての株券等を当該公開買付けの対象とすることが必要となりました。金商法27条の2第5項及び同施行令8条5項3号です。改正の趣旨は、買付け等の後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、上場廃止等に至るような買付けの局面となり、手残り株を抱えることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれる場合が想定

されることから、公開買付けを義務付けることとしたものであると説明されています。

ただし、全部勧誘義務を負う場合であっても、③当該株券等を公開買付けの対象としないことに同意することにつき当該株券等に係る種類株主総会の決議が行われているか、④当該株券等の所有者が25名未満である場合でその全員が同意書面を提出しているものについては、公開買付けの対象から除外することができるとされています。他社株府令5条3項です。

この点、本問(1)では、公開買付けの下限を44万株としているため、公開買付けが成功した場合には、当該買付け後における株券等所有割合が3分の2以上となります。したがって、③又は④に該当する種類の株式を除き、全部勧誘義務がかかることとなります。本問(1)においては、Tの甲種種類株式が③又は④に該当する場合は明らかにされていませんが、Sが売却を希望していないとしたら④の同意が採れることとなります。他方、Sがその売却を希望していると、③又は④の要件は満たせないため、Pは、Tの普通株式のみならず、甲種種類株式をも対象とした公開買付けを実施しなければならなかったことになり、公開買付け規制違反に該当することになると考えられます。

なお、種類株式に関する他社株府令について、金商法27条の2第1項但書から同施行令6条の2第1項7号を鑑て、他社株府令2条の5第1項・2項1号イ・ロに行くという、少し似たルールもあります。これは、公開買付けを行う際にどの種類の株券等を買付け対象にしなければならないかという上の話とは異なり、公開買付け自体をそもそも不要とするというルールです。このルールでは、まず、まさに買付けようとしている種類の株式、本問で言いますと上場株式である普通株式について、その所有者が25名未満であり（他社株府令2条の5第1項）、かつその所有者全員から公開買付けによりないうで買付けられることの同意が得られていることが必要となります。なお、ここでいう同意の対象となっている買付けは、他社株府令2条の5第2項の条文上は「特定買付け等」、すなわち60日以内10名以下からの買付け（他社株府令2条の3、金商令6条の2第1項4号・6条3項等参照）です。そして、その場合でも、買付け等の後の後のできあがりの株券等所有割合が3分の2以上

となる場合で、買付け等の対象とならない種類の株券等、すなわち対象外株券等がある場合には、さらに、対象外株券等について、種類株主総会か25名未満全員同意が必要となるという建て付けになっています。

本問(1)では、上場されている普通株式に対してそもそも公開買付けを行う場合ですし、また上場している株主は25名以上でその全員から同意をとることもありませんので、こちらの後者の他社株券令2条の5でいくルールは、本問(1)とは異なることとなるかと思えます。

**神田** ちよっと補足させていただきます。歴史的に言うところ、全部勧誘義務が入ったのは平成18年の改正です。そもそも種類株も(4)のケースまでいけばカバーされるのですけれども、ロジカルには、そもそも公開買付けの規制で、異なる種類の株式が出てくるときにどう扱うのかという問題がまずあって、それで全部勧誘の場合はどうかという問題があるという順番だと思えますので、ご議論いただければと思います。

**岩原** 種類株式が存在する場合にどうしたらよいかというのは、従来あまり話めて考えられていないところなんです。池田さん、どこまで考えていたのでしょうか。

**池田** いま神田さんがおっしゃったように、もともとその2種類の株式なり有価証券なりがあったときに、公開買付けの手続というのは、それぞれの種類ごとに行われるものだろうと実務では考えられてきたし、そういうった運用も行われてきたということなんです。いまも、それが基本にはあります。

ただ、そこで典型的に種類株というものが出てきて、かつ前回もちよっと申し上げただけども、普通株・種類株と言うと、法律専門家でない一般人の感覚からすると、普通株がすごくたくさんあって、ごく一部例外的に種類株みたいなものがあるのがイメージされる語感がある言葉なのです。しかし現実に出ている実務のケースでは、いろいろ企業再生絡みの案件もあったりして、種類株のほうで議決権の大層を占めているというようなケースがあります。

そう考えると、最初の種類ごとに考える原則というのを完全に買ったときには、非常に不均衡な結論が出る可能性があるのではないかと。典型的には、全部買付義務の考え方で3分の2を超えてある人が保有すると、他の残った

少数株主の立場は非常に不安定な立場になるのではないかとという考えです。そういうケースで特定の種類株だけの買付けを許して残った人が、売却の機会がなくて少数の者になってしまおうというのは、全部買付義務を入れたのと同じような発想に立てば放置できないのではないかとという考えです。

前回も申し上げたかもしれませんが、根っこはその種類株が非常に柔軟・自由になっていて、その中で上場株式の一般株主の保護をどこまで金商法などでカバーするかというのは、たぶん我々が引き継ぎ試行錯誤していかないといけないところがあるように思うのですが、平成18年改正では全部勧誘義務を入れることにより、3分の2を超えるようなケースについては、一定の保護を図っていかうという考え方を、この限りにおいてはとったということです。

ただ、そのときに公開買付けの価格をどの程度までギリギリ法律的に規制するのか。この辺はあまり過度にやることは、取引に対して規制的になり過ぎるという考えがあるし、いろいろ企業再生の円滑を損なうという考え方もあります。平成18年改正では、価格まで厳密にいくらかということを決めることまではしていないです。よって、これで十分かどうかというのは今後種類株の扱いを、どこまで投資家保護のために、我々の立場からすると会社法サイドでも、再考の余地があるのかないのかというものを見極めながら、金商法のほうでどこまで手当てしていくかということだったので未来永劫ワーキング・グループでも、種類株の扱いを、今回考えたことでも未来永劫完璧なものだという意識でも必ずしもなく、とりあえずこういう手当てをした上で、会社法の動きを見極め、さらに考えていかうというのが基本的なスタンスです。

#### ◆均一条件の解釈

**藤田** 条文の建て付けを確認させていただいてよろしいですか。武井さんが言われた値段を変えてよいかという話も、種類株の扱いで議論されてきましたけれども、条文上は、種類株だけではなくて、新株予約権の場合も含んでいますので、実は、種類株だけの問題ではありません。

全部勧誘義務がかかる場合というのは、施行令8条5項3号で、すべての

株券等について公開買付けせよとなっている部分です。この「すべての株券等」というのは、先ほどの施行令6条の定義で——少なくとも潜在的に議決権があるものに限りまされども——株式、新株予約権等いろいろな種類のものを含んでまいります。

この規定の趣旨としては、1つの公開買付けで買えと要求しているのと読むこともできます。そうすると、施行令8条3項のほうのすべての応募株主にについて均一にしなければいけないという条文がかかってくるために、全部同じ値段ではないのですかと武井さんの疑問が出てきます。答えは実質的に考えればもちろんノーでないと困るのですが、条文の読み方としては、均一にしなければならぬということをなんとか柔軟に解釈し、合理的に説明がつけばよいといった意味だと理解するということになります。これが1つの整理の仕方です。

もう1つの整理の仕方は、施行令8条5項3号はすべての株券等について公開買付けを要求するのだけれども、別に1つの公開買付けでやれと言っているわけではない、異なる種類の株券等があれば、観念的には種類ごとの公開買付けが併存していて、それら複数の公開買付全体あわせて、結果的にすべての株券等の買付けがなされるというものです。こう整理すれば施行令8条3項は、種類ごとの公開買付け1つひとつについて適用されるので、値段を変えろといったことも簡単に説明できる。これもまた施行令8条5項3号の1つの解釈ではないかと思うのですが。

いずれの理解に立つべきなのでしょう。池田 いずれかというのが整然と分かれているかわからないのですけれども、私自身は前者の整理をとったとしても、名目どおり均一の価格だと読まなければいけないと考えると、こういう場合だけではなくて、社債などで回数が違うときの価格の違いをどうするのかとか、厳密に均一、同一とはなかなか解せないケースがあるだろうと思います。藤田さんがおっしゃった、前者の整理の中でも説明できますし、ただ、後者の説明が駄目でもなくて、別にしてはいいけないということでもないように思います。

武井 なお、後者として取り扱うことについては他社株買付府令5条5項の文言をどう解釈するのが論点となりますが、本質論として、前者と後者

とのどちらが適切なのかを議論することが有益だと思います。

藤田 値段の違いのみならず、(3)で議論される、証券の種類ごとに別々に上限、下限が設定できるかといった辺りにかかわってきます。仮に値段の均一というものはある程度柔軟に解釈するとしても、前者の構成だとこのような条件の違いまでは説明しようとするとかなり苦しいのではないのでしょうか。

池田 藤田さんは、前者では整理できないのではないかとおっしゃったけれども、前者でもそれは合理的に解していき、むしろそう解されてきているのではないかとも思います。

神田 私も前からこれは気になっていて、考え方から言うと藤田さんの言われた後者のほうがきれいなのです。ただ、書式を見てみると明らかに前者の考え方をとっているように見え、なんとかその枠内で運用しているのかなという印象をもってききました。

三井 有価証券の種類にかかわらず、一律の価格にしなければいけないということを指して「均一」というのかどうかという、「価格」を「均一の条件」にしなければならぬという規定の解釈にもよるような気がするのです。

藤田 均一というのはどういう意味なのですか。

三井 経済的に見て、実質的に同一の価格であるという解釈はあり得ると思います。

松尾 「有価証券の売出し」の定義規定で「均一の条件」(金商法2条4項1号)として「均一」という用語がありますが、これはどういう意味なのか。

永井 同じ金額ではないですか。

松尾 文字どおりそういう意味ですか。

永井 ヨーロッパでは、3分の1でも全部勧誘義務の問題が生じますが、この問題はどのように処理されているのでしょうか。

藤田 種類によって価格は当然違う扱いをしているのでしょうか。

神田 価格が違うことは間違いないです。だって、価値は明らかに違うのですから。

神作 ドイツ法については、対象会社の議決権の30%以上を直接又は間接に取得した者は全部勧誘を義務付けられますが(ドイツ有価証券取

得・買付法35条)、一般原則として「対象会社の同一種類の有価証券の所持人は、平等に取り扱わなければならない」という規定が置かれており(同法3条1項)、例えば議決権の有無により種類が異なる株式については、当該違いを考慮に入れた差別的な取扱いをすることが求められています。

**藤田** 結論として価格が違ってしまうべきだということについて異論はないのですが、それを条文中どう整理して説明するかです。

**山下** 整理する際に、種類株でも今の説明のように潜在的な普通株のようなものと、全くの未来永劫無議決権みたいなものはないかという気もするのです。

**藤田** さらに言えば、新株予約権などはますます違います。

**山下** 潜在的な株式ですと、価格のところまでは同じかと言われると、そこはまた逃げ道が必要だということでしょうか。

**藤田** 社債型の優先株式でも特定の事項についてだけ拒否権的な議決権が付いていれば入ってしまいますので、そういう場合は普通株式と全く違う値段が付かないとおかしいです。

**永井** それは、種類株主総会として開ければ。

**藤田** 種類株主総会で議決権があることになりましたから、公開買付けの対象にはなるのでしょうか。

**武井** 「株主総会」において決議することが出来る事項の全部につき議決権を行使することが出来ない株式は、公開買付規制の対象となる「株券等」から、施行令6条1項・他社株買付府令2条で除かれています。そこでここでいう「株主総会」の意味が解釈論となります。

**池田** 現時点の義務なり、実際の対応の状態はどこにあるかといえ、おそらく藤田さんの整理の中で言えば、前者の整理の中で解決が図られているのだと思います。

**藤田** ただ、繰り返しますが、値段の問題だけなら価格の解釈でなんとかなるとして、上限、下限の設定などを種類ごとに変えて設定することは、第1の整理からは、「均一」という文言の解釈で読むことになりましたが、それはちょっと難しくないですか。先ほどの私の第2の整理でいくと、簡単に説明できますが。

**池田** 法律論として良いか悪いかはこれから議論するとして、今の実務の状況はどこにあるかといえ、価格というところについては常識的に合理的な範囲で変わることはあるだろうという前提の実務があると思えますけれども、上限、下限というところまで随意に変えられるという実務が動いているかというところではないように思います。どうあるべきかという議論はこれからかまいません。

**三井** 法律の趣旨とか目的に照らして解釈するということを重視すると、それぞれが違う公開買付けであると整理すると、「均一」という規定はなくてもいいことになってしまいませんか。

**藤田** いや、先ほどの第2の整理をとるにしても、同じ種類の株券等について恣意的に区切って異なる公開買付手続をやるのは許されない。だから同じ種類の株券等の中では均一でなければいけないので、そのことを要求するための規定は当然必要です。

**三井** どこまでをここでいうところの同じ種類の株券等であるかという点にも関連しますが、別の種類の株券等であれば全く「均一」であることは求められないということになると、「同じ種類」とらえ方によっては、均一の条件にしなければいけないという規制が、非常に緩いものになってしまっているかという懸念があります。

**池田** 種類間の均一というのが全然ないと、先ほど武井さんが言われたように、例えば1円でいいと言うと、それはちよっと均一とは違うでしょうということがある。やはり経済的な性質、あるいはそれに伴う経済的価値を反映した価格の差異というものが十分説明できるものである必要があると。

**神田** 例えば議決権のある普通株と議決権のある優先株とが2つ出ている場合です。藤田さんの趣旨だと思いますけど、普通株を取得しようとして株価が1000円のところで1300円で公開買付けがされる。1300円をもって均一でなければいけないとすれば、均一は種類ごとでもいいはずですね。ただ、もう1つの問題は、今おっしゃったことに関連すれば、自分はそちらの種類株は要らないと言っている買収者に価格を提示せよと言っても、1300円は不合理であるとして、いくらを提示すべきなのか。1円でいいのかという問

題が別途あります。これは難しい問題で、悩ましいです。これらの2つは別の問題になると思います。

池田 その中で、種類間でも均一という条件がまっまっているので、1300円と1円というところまでを容認する扱いには、たぶんなっていないか、もちろん種類株の種類によって、計数的にその差異を算定するのは難しいわけですが、中には配当の違いなどといったことで、計数的に算出でき、それはそういう計数的な差異を反映した価格をその種類ごとにつけるということを求め、それをどうしてその価格をつけているかを説明させているというのが状況です。

藤田 神田さんの言われた1円でもいいのかという問題は、施行令8条3項の「均一」という文言で規制されていると考えるのですか。この話は、要するに全部勧誘義務を課した以上は、すべての株主にとって、ある程度合理的な意味のある値段でのオフアードでないといけないところからくる要請あるいは制限でしょう。均一の価格を要請するというのとはちょっと違う趣旨からの規制ではないかと思うのですが。

神田 藤田さんは第2の立場をとっているので、そうなりますよね。

三井 難しいのは、近年の商法改正や会社法制定により種類株の内容が非常に多様化し、「種類」の区別が微妙なものも多くあるということですね。そのようなこともあって、「均一」という言葉の意味をそれほど狭く解してよいのだろうかという悩みがあります。

山下 組織再編での株式買取請求権の場合のような公正な価格という話ではないから、公開買付けの価格をいくらかというのには自由な議論になります。そうすると、設定するときの価格についての考え方の調子を合わせろということなのだとすると、種類が違ったとき、そういうことがそもそも可能なのかというのは、よくわかりませんね。

藤田 いずれにせよ全部勧誘があるときに、ある種類については現在の株価以上だが、残りの種類の株式については現在の価値未満という条件を出すのがだめだというのは、その形式的な論拠をどこに求めるかはともかく、結論としては異論がなさそうです。ただ、それ以上、どこに限界があるのか理論的にはなかなか出てこない。

神田 時価ならいいですか。

藤田 どうでしょう。時価未満が駄目というのは、はっきりしているものの、それ以上ならいくらかでもいいとまで言えるかどうか。

岩原 まさにシナジーも含んだ価格にしないといけないですね。

武井 ちなみに甲種のほうは、譲渡制限も付いていますので……(笑)。

岩原 とにかくこの(II)の間で、全部勧誘義務があるということまでではたぶん言えるのでしようけれども、その先が非常に難しいということが明らかになってきますね。

松尾 解釈論としても悩ましいということがわかりました。私は、「均一」について合理的に解釈する方法でよいと思います。

#### ◆種類株主総会による除外

岩原 ただ原則として甲種種類株式を対象にしなければならなくても、その種類のすべての所有者の同意があれば対象外としてもよいと。ただ、そのときのすべての所有者の同意が何を指すのかというのが、まだ問題になってくるとのことですね。これの規定の仕方もよくわからなくて、他社株買付府令2条の5第2項1号イ・ロ・5条3項1号・2号、特にこの2条の5第2項1号イのほうがどういう考えで、当該買付け等の対象外株券等にかかる種類株主総会と規定しているのでしょうか。これは種類株式ごとに公開買付けがされることを前提に、その対象にならない種類株式の種類株主総会ということなのですがね。当該買付け等の対象外株券等にかかる種類株主総会というところで、これは本問では甲種株式の株主総会ということになるのでしょうか。

神田 池田さんがおっしゃった、もともと種類ごとだという考え方でできているから。

岩原 それが会社法上の種類ごとでない制度に移ったのに、部分的にここの規定が残って、それを前提にした府令になっているので、整理の仕方がどうなっているのか、ちょっとわかりにくい。この事案で言えば、Sの同意がめればいいと、実質的にはそう考えられますけれども。

山下 これも素朴な疑問ですが、この種類株主総会というのは、会社法上、



松尾直彦 (まつお なおひこ)

- 1963年生まれ
- 1986年 東京大学法学部卒業, 大蔵省 (理財務省) 入省
- 1989年 ハーバード大学ロースクール修了 (LL.M.)
- 2002年 金融庁総務企画局国際課企画官
- 2006年 金融庁総務企画局市場課金融商品取引法令準備室長兼政策課法務室長
- 2007年 東京大学公共政策大学院客員教授
- 現在 弁護士・ニューヨーク州弁護士 (西村あさひ法律事務所), 東京大学大学院法学政治学研究科客員教授
- 主要著作 『一問一答 金融商品取引法 [改訂版]』 (編著, 2008年, 商事法務)
- 『実務論点 金融商品取引法』 (共編著, 2008年, 金融財政事情研究会)

三井秀範 (みつい ひでのり)

- 1959年生まれ
- 1983年 東京大学法学部卒業
- 現在 金融庁総務企画局企業開示課長
- 主要著作 『逐条解説 2009年金融商品取引法改正』 (共著, 2009年, 商事法務)
- 『逐条解説 2008年金融商品取引法改正』 (共著, 2008年, 商事法務)
- 『一問一答 金融商品取引法』 (監修, 2006年及び2008年, 商事法務)
- 『課徴金と民事賠償責任 逐条証券取引法』 (共著, 2005年, 税きんざい)

山下友信 (やましたとものお)

- 1952年生まれ
- 1975年 東京大学法学部卒業
- 現在 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 主要著作 『損害保険実務講座補巻・保険業法』 (共著, 1997年, 有斐閣)
- 『現代の生命・傷害保険法』 (1999年, 弘文堂)
- 『保険法』 (2005年, 有斐閣)
- 『商法 I 総則・商行為 (第4版)』 (共著, 2009年, 有斐閣)

金融商品取引法セミナー【公開買付け・大量保有報告編】

Seminar on Securities Law

—Tender Offers and Disclosure of Large Shareholdings—

2010年3月30日 初版第1刷発行

池田唯 一  
 岩原伸 作  
 神作裕 之  
 神田秀 樹  
 武井智 浩  
 永井一 亮  
 藤田友 敬  
 松尾直 彦  
 三井秀 範  
 山下友 信  
 江草貞 治  
 齋有斐 閣

著者

発行者

発行所

東京都千代田区神田神保町2-17  
 電話 (03)2264-1314 (編集部)  
 (03)2265-6811 (営業)  
 郵便番号 101-0051  
<http://www.yuhikaku.co.jp/>



印刷・株式会社唯印刷/製本・大口製本印刷株式会社  
 ©2010, Y. Ikeda, S. Iwahara, H. Kansaku, H. Kanda, K. Takei,  
 N. Nagai, T. Fujita, N. Matsuo, H. Mitsui, T. Yamashita.

Printed in Japan

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

★定価はカバーに表示してあります。

ISBN 978-4-641-13570-3

**【COPY】** 本書の無断複写(コピー)は、著作権法上での例外を除き、禁じられて  
 います。複写される場合は、そのつど事前に(社)出版者著作権管理機構(電話03-  
 3518-6868; FAX03-3513-6979; e-mail:info@jcopy.or.jp)の許諾を得てください。

た株券等の取得について、Aが行った株券等の取得とみなされることはありません。

ただし、どの時点で当該合意がなされたかは、形式的な書面の作成時期等により判断するのではなく、事実関係の実態に照らして判断するものであることに留意する必要があります。

(問 24) 公開買付者が、公開買付けの対象者の取締役であって当該対象者の株券等を所有する者に対し、公開買付けの成立後における対象者の取締役としての報酬を約束した場合、買付け等の価格が「均一の条件」でなくしてはならないとされるところとの関係で問題がありますか(法第27条の2第3項、第27条の3第1項及び第2項、第27条の10第1項関係)。

(答) 取引の実態に照らし、個別事案ごとに判断する必要がありますが、当該取締役がその所有する株券等を当該公開買付けに応募する場合において、公開買付者(実質的にこれと同視される者を含みます。例えば、公開買付者の親会社は、通常、これに該当すると考えられます。)が当該取締役に対して約束した「報酬」が、当該株券等の対価としての性質を有すると認められるときは、「均一の条件」(法第27条の2第3項)に反すると考えられます。

当該「報酬」が当該株券等の対価としての性質を有するか否かの判断にあたっては、例えば、以下の点に留意する必要がありますと考えられます。

- ・ 従前の報酬と新たな「報酬」との相違(相違がある場合、その合理的理由の有無)
- ・ 当該「報酬」が支払われる時期(一時金として支払われるものか継続的に支払われるものかなど)及び条件(公開買付けの成立のみを条件とするものか一定の業績の達成を条件とするものかなど)
- ・ 当該取締役が応募する株券等の数(当該取締役の応募の有無が公開買付けの成否に与える影響の大小)
- ・ 当該「報酬」額の計算の基準及び根拠(当該取締役が応募する株券等の数を基準とするものであるかなど)

なお、当該約束は、公開買付開始公告の「対象者又はその役員との当該公開買付けに関する合意の有無」の項目(他社株券令第10条第5号)及び公開買付

届出書の「公開買付者と対象者又はその役員との間の合意の有無及び内容」欄(他社株券令第2号様式記載上の注意(25))に具体的に記載する必要があるとともに、意見表明報告書の記載事項である、当該取締役に対する利益の供与(他社株券令第25条第1項第5号、第4号様式記載上の注意(5))に該当するものでないかにも留意する必要があります。利益の供与に該当するか否かは個別事案ごとに判断する必要がありますが、従前の報酬よりも新たな報酬のほうが相当額である場合や公開買付けの成立後に一時金が支払われる場合など、当該取締役が当該公開買付けの成立に対して個人的な利益に基づきインセンティブを持ち得る場合には、利益の供与に該当するものと考えられます。

(注) 当該約束が公開買付期間中になされた場合、公開買付開始公告の訂正及び公開買付届出書の訂正届出書(及び意見表明報告書の訂正報告書)の提出が必要になることに留意する必要があります。

また、報酬の約束の有無にかかわらず、対象者の代表取締役等の選定若しくは解職又は役員構成の変更を予定している場合には、その内容及び必要性を公開買付届出書の「買付け等の目的」欄に記載する必要があります(留意する必要があります) (他社株券令第2号様式記載上の注意(5))。

(問 25) 公開買付者が、公開買付けへの応募の方法として、会社法上のいわゆる株主名簿記載事項証明書(問25)の提出を必要とすることを定めることはできますか(法第27条の2第5項関係)。

(答) 公開買付けへの応募の方法は、株券等の買付け等のために必要なものであれば、公開買付者において定めることができるものであると考えられますが、応募しようとする者に過度の負担を課すものではない点において相当性が認められる必要があると考えられます。

例えば、公開買付けの対象である株券が振替株式ではなく、かつ、券面が発行されていないことから、公開買付者にとって、応募しようとする者に行わせる株主名簿記載事項証明書(会社法第122条参照)の提出を求める必要が認められる場合には、そのような応募方法を定めることもできると考えられます。

ただし、その場合、応募しようとする者が株主名簿記載事項証明書を取得す

1. このQ&Aにおける回答は、あくまでも、法令に関する現時点での一般的な解釈を示すものであり、個別事案に対する法令適用の有無を回答するものではありません。個別事案に対する法令適用の有無は、当該事案における事実関係を前提にし、事案ごとに、法令の趣旨を踏まえて実質的に判断されるものであることに留意する必要があります。また、異なる前提条件（投資者保護の観点から慎重な検討が必要であると考えられる新たな取引手法等を含みます。）が存在する場合や関係法令が変更される場合には、考え方が異なることもあることに留意する必要があります。
2. このQ&Aにおける回答は、捜査機関の判断や罰則の適用を含めた司法判断を拘束するものではありません。また、将来における金融庁の解釈を保証するものではありません。
3. このQ&Aにおいて取り上げた項目に限らず、一般論として、法令の解釈・適用にあたっては、当該法令の趣旨を踏まえた実質的な解釈・適用が行われるべきであると考えられます。

(問 42) 有価証券をもって対価とする公開買付けにおいて、決済に要する有価証券のため、公開買付けの開始後に株式の発行又は自己株式の処分を行う場合、公開買付け届出書の添付書類である「有価証券等…」の存在を示すに足る書面」としてどのような書面を添付する必要がありますか（法第27条の3第2項関係）。

(答)  
「有価証券等…」の存在を示すに足る書面」(他社株券令第13条第1項第7号)は、決済に要する有価証券等の調達が可能であることを相当程度の確度をもって裏付けるものでなくてはならないと考えられます。

決済に要する有価証券のため、公開買付けの開始後に株式の発行又は自己株式の処分を行う場合、株式の発行又は自己株式の処分について株主総会の決議が必要であるときは、株主総会の決議がなされていれば、決済に要する有価証券等の調達が可能であることが相当程度の確度をもって裏付けられていると考えられます。

このため、株式の発行又は自己株式の処分について株主総会の決議が必要であるときは、「有価証券等…」の存在を示すに足る書面」として、通常、株主総会議事録の写し（株式の発行又は自己株式の処分に係る決議事項を内容とする部分に限ります。）を添付する必要がありますと考えられます。

これに対し、株式の発行又は自己株式の処分について株主総会の決議が必要であるときは、通常、取締役会議事録の写し（株式の発行又は自己株式の処分に係る決議事項を内容とする部分に限ります。）のほか、株主総会が必要であることを確認することができる書面を添付することで足りると考えられます。

(注) 例えば、産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法（以下「産活法」といいます。）第21条の2第1項の規定による株式の発行又は自己株式の処分の場合、株主総会が必要であることを確認することができる書面として、通常、①産活法第21条の2第3項の規定により読み替えて適用する会社法第796条第3項に基づき一定規模以下の株式の発行又は自己株式の処分であり、かつ、②産活法第21条の2第3項の規定により読み替えて適用する会社法第796条第4項に基づき、一定の数の株式を有する株主から当該株式の発行又は自己株式の処分に反対する旨の通知を受けていないことを証する旨の公開買付者代表者名義の書面を添付する必要がありますと考えられます。

(問 43) 公開買付者は、①対象者の株式2株を応募した株主に対し、買付け等の対価として公開買付者の株式（又は公開買付者の親会社の株式）1株を交付し、②対象者の株式1株を応募した株主に対し、買付け等の対価として端数株式の代わりに金銭を交付することができませんか。

また、公開買付者（又は公開買付者の親会社）は、1単元の株式数を100株とする株式会社ですが、①対象者の株式200株を応募した株主に対し、買付け等の対価として公開買付者の株式（又は公開買付者の親会社の株式）100株を交付し、②200株未満の対象者の株式を応募した株主に対し、買付け等の対価として単元未満株式の代わりに金銭を交付することができませんか（法第27条の2第3項、第27条の3第2項関係）。

(答)  
有価証券をもって買付け等の対価とする場合、買付け等の対価は交換比率とされておりますが、「その交換に係る差金として金銭を交付する」ことも認められております（法第27条の2第3項、令第8条第2項）。  
このため、公開買付者は、買付け等の対価として端数株式や単元未満株式の代わりに金銭を交付することもできるものと考えられます。

ただし、「交換に係る差金として交付する…金銭」を含め、買付け等の価格は「均一の条件」でなければならぬとされているため(法第27条の2第3項、令第8条第2項)、①交付される公開買付者の株式(又は公開買付者の親会社の株式)と②端数株式や単元未満株式の代わりに交付される金銭は、その価格が均一である必要があります。

また、公開買付届出書の「算定の基礎」欄には、①及び②の価格が均一であることの算定程拠を記載し(他社株府令第2号様式記載上の注意(6)の①)について「有価証券等…の存在を示すに足る書面」、②について「公開買付けに要する資金…の存在を示すに足る書面」をそれぞれ添付する必要があると考えられます(他社株府令第13条第1項第7号)。

(問44) 産活法第21条の2第1項の規定による有価証券をもって対価とする公開買付けにおいて、公開買付者は、買付け等の対価として端数株式を交付する場合、端数株式の交付後に端数処理による金銭の交付を行うこととなりますが(産活法第21条の2第3項の規定により読み替えて適用する会社法第234条)、この場合、端数株式の交付を「遅滞なく」行えば足りませんが、それとも端数処理による金銭の交付まで「遅滞なく」行う必要がありますか(法第27条の2第5項関係)。

(答)

買付け等に係る受渡しその他の決済は、買付け等の期間が終了した後、遅滞なく行うこととされていますが(法第27条の2第5項、令第8条第5項第2号)、有価証券をもって買付け等の対価とする場合、買付け等の対価はあくまで有価証券であるため、端数株式の交付が「買付け等に係る受渡しその他の決済」に該当するものと考えられます。

このため、公開買付者は、端数株式の交付を「遅滞なく」行えば足りると考えられます。

(注) これに対し、公開買付者が、買付け等の対価として端数株式を交付するのではなく、「交換に係る差金」(法第27条の2第3項、令第8条第2項)として端数株式の代わりに金銭を交付する場合、買付け等の対価はあくまで金銭であるため、金銭の交付が「買付け等に係る受渡しその他の決済」に該当するものと考えられます。このため、公開買付者は、金銭の交付を「遅滞なく」行う必要があると考えられます。

## 金融商品取引法研究会名簿

(平成 23 年 11 月 30 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村証券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	萩 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	松 本 譲 治	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

- |   |          |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」<br>報告者 森田章同志社大学教授   | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」<br>報告者 山下友信東京大学教授  | 2004年1月  |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」<br>報告者 前田雅弘京都大学教授   | 2004年3月  |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」<br>報告者 浜田道代名古屋大学教授                                       | 2004年6月  |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向<br>—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」<br>報告者 神作裕之東京大学教授                      | 2005年7月  |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題<br>—実効性確保の観点を中心に—」<br>報告者 山田剛志新潟大学助教授                              | 2005年7月  |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・<br>販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」<br>報告者 青木浩子千葉大学助教授                    | 2005年9月  |
| 第8号「目論見書制度の改革」<br>報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授   | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」<br>報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長<br>松尾直彦金融庁総務企画局<br>投資サービス法(仮称)法令準備室長     | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題<br>—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」<br>報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について<br>—組合型ファンドを中心に—」<br>報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士             | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」<br>報告者 川口恭弘同志社大学教授  | 2006年3月  |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月  
報告者 太田洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 4 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 2 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。  
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第35号

公開買付規制を巡る近時の諸問題

平成24年2月20日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会  
（証券取引法研究会）

発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所  
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8  
東京証券会館内 〒103-0025  
電話 03(3669)0737 代表  
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-651-8 C3032 ¥500E