慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	〔商法 五〇〇〕 公開買付けによらないで株式を買い付けた行為が, 平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法二七条の二第一項に違反し, 株主に対する不法行為となるとされた事例
Sub Title	
Author	島田, 志帆(Shimada, Shiho) 商法研究会(Shoho kenkyukai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2009
Jtitle	法學研究 : 法律・ 政治・ 社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.82, No.9 (2009. 9) ,p.197- 216
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20090928-0197

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

判例研究

公開買付けによらないで株式を買い付けた行為が、平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法二七条の二第一項に違反し、株主に対する不法行為となるとされた事例

〔商法　五〇〇〕

（東京高判平成二〇年七月九日金判一二九七号二〇頁、平成一九年（ネ）第三三六一号損害賠償請求控訴事件、原判決変更、請求一部認容【上告・上告受理申立て】
原審：東京地判平成一九年五月二九日金判一二九七号三六頁、平成一八年（ワ）第一四二四七号）

〔判　旨〕

（注）平成一七年法：平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法
平成一七年施行令：平成一七年政令第三五五号による改正後の証券取引法施行令
平成一七年法令：平成一七年法及び平成一七年施行令
平成一七年他社株府令：平成一七年内閣府令第一〇三号による改正後の他社株府令（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）
平成一八年法：平成一八年法律第六五号による改正後の証券取引法
平成一八年施行令：平成一八年政令第三七七号による改正後の証券取引法施行令
平成一八年法令：平成一八年法及び平成一八年施行令
平成一八年他社株府令：平成一八年内閣府令第八六号による改正後の他社株府令

一　「平成一七年施行令及び同他社株府令においては、『株券等の所有者が二五名未満である場合』で、特定買付けを行う場合（すなわち著しく少数の者（六〇日間で一〇名以下）から株券等の買付けをする場合）において、『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』に公開買付けによらないことができるとされている。ここで『株券等の所有者』という場合の『株券等』について特に限定は加えられていない（なお、『当該株券等』の『当該』は、冒頭の『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であつて』を受けるものである。）。

このような文理に照らすと、株券等の所有者が二五名未満の場合で、そのうちの一〇名以下の者から株券等を買い付けるというときは、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の書面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、種類株式を発行している会社の特定の種類株式を取引所有価証券市場外において買い付け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株式に係る株券等の所有者だけではなく、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株式に係る株券等も含まれる。）の所有者が二五名未満であり、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。」

二　「このような解釈は、以下の点に照らしても、妥当性が裏付けられる。すなわち、

ア　平成一八年法令と平成一七年法令とは、前記のように、法、施行令のレベルでは文言はすべて同じで、そこでは実質的には改正がなされていない。施行令前段部分を受けた他社株府令も同じである。ただ、施行令後段部分を受けた平成一八年他社株府令二条の五第二項の定めは、以下のようなものであり、改正が加えられた。（略）

これによると、平成一八年他社株府令は、施行令後段部分の『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、①買付け後の買い付けた者（その者の特別関係者も含む。以下同じ。）の株券等の所有割合が三分の二以上となる場合は、a当該買付け等の対象となる株券等のすべての所有者の書面による同意を要すること、及びb買付け等対象外株券等については、（a）当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会の決議、又は（b）買付け等対象外株券等の所有者が二五名未満である場合は、当該株券等の所有者すべての書面による同意を要すること、更に②①以外の場合には、当該買付け等の対象になる株券等のすべ

ての所有者による書面の同意を要することを定めたものである。すなわち、平成一八年他社株府令は、施行令後段部分の『当該株券等のすべての所有者の同意』の内容を具体化するにあたり、『当該株券等の所有者』の中から『買付け等の対象となる株券等の所有者』と『買付け等対象外株券等の所有者』とを分け、公開買付けによらないことにつき、①買付け等対象株券等の所有者に関しては、その全員の同意を要求するとともに、②買付者の所有割合が買付けにより三分の二以上になる場合には、これに加え、買付け等対象外株券等の所有者のすべての同意か（ただし、二五名未満の場合）、ないしは当該買付け等対象外株券等に係る種類株主総会の決議を要することにしたものである（なお、ここでいう『買付け等の対象となる株券等』及び『買付け等対象外株券等』は、上記のように『買付け対象外株券等に係る種類株主総会の決議』を要する旨の定めがあること等に照らし、種類株式単位で捉えることを前提とするものであると解される。）。

このような規定ぶりからすると、平成一八年他社株府令の『当該株券等のすべての所有者の同意』にいう『当該株券等』には、買付け等対象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式も含まれる。）が含まれていることが前提とされていることは明らかである。ただ、買付者の所有割合が三分の二未満の場合は、買付け等対象株券等の所有者すべての同意をもって『当該株券等のすべての所有者の同意』があったものとみなすこととし、また、買付者の所有割合が買付けにより三分の二以上になる場合は、種類株主総会の決議をもって『当該株券等のすべての所有者の同意』があったものとみなすこと等としたものと理解される。そして、他社株府令は、平成一八年施行令の委任を受けて、『当該株券等のすべての所有者の同意』の内容を具体化したものにすぎないから、平成一八年他社株府令のこのような規定の仕方からすると、立法担当者は、平成一八年施行令にいう『当該株券等』を買付け等対象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式も含まれる。）を含むものと考えていたことが十分うかがわれるといわなければならない（仮に平成一八年施行令の『当該株券等』が買付け等対象株券等だけを指していると解すると、下位法令である他社株府令において、買付け等対象外株券等の所有者の同意ないしは買付け等対象外株券等に係る種類株主総会の決議を要するとした点は、上位法令（平成一八年施行令）の委任の範囲を超え、無効ということになってしまうおそれがあるのであ

る。）。そして、法及び施行令のレベルでみると、平成一八年法令と平成一七年法令は、全く同じ文言であり、実質的には改正がされていないのであるから、平成一七年施行令にいう『当該株券等』も買付け等対象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、以上に照らして、十分うかがわれるのである（この解釈を前提として、平成一八年法令と平成一七年法令とを比較すると、平成一七年法令では、『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』につき、他社株府令で同意書面がすべての所有者から提出されることを求めていたから、字義通りすべての株券等の所有者の同意が必要であったのに対し、平成一八年法令では、他社株府令において、買付け等対象外株券等の所有者については、一定の場合には、その同意がなくとも、ないしは種類株主総会の決議があれば、『すべての所有者が同意している場合』に当たるとみなすことにして、要件を緩和したということができるのである。）。

イ　また、このように、買付者が取引所有価証券市場外においてある特定の種類株式に係る株券を買い付けるということを企図している場合にも、公開買付けによらなけれ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株式に係る株券等だけではなく、買付け対象外株券等をすべて含めたものであると解することは、上記のような公開買付制度の趣旨に適合するということができる。すなわち、上記のように、公開買付制度は、会社支配権に影響を及ぼし得るような証券取引について、透明性、公正性を確保することをその趣旨とするもので、取引所有価証券市場外において株券等を大量に買い付けて会社支配権に影響を及ぼし得るような証券取引については、買付者をして情報を開示させ、一般の株主にも公平に売却の機会を付与しようというものであるところ、たとえ買付者が特定の種類株式を買付けの対象として企図したとしても、その買付けが会社支配権に影響を及ぼすようなものであるとすると、それは株価を変動させ、買付け対象外の株券等の所有者（一般の株主）にも大きな影響を及ぼすものであるから、透明性、公正性を確保する必要性があり、公開買付けを強制する必要があることに変わりはないと考えられるからである（特定の種類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、当該種類株式の株券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、公平性が欠けてもよいとする実質的根拠は見あたらないのである。）。（略）」

三　「以上の解釈を前提とすると、本件では確かに議決権付きのC種類株式に係る株券の所有者は機構とカネボウ化粧品の二名であったが、他に普通株式に係る株券の所有者が多数いたのであるから、被控訴人トリニティのした本件各買付けは、平成一七年施行令七条五項四号、同他社株府令三条の二の四第一項、二項の要件を充たさず、公開買付けによらないことができる場合に当たらないものであったといわなければならない（なお、二名という著しく少数の者からの買付けではあるが、平成一七年法二七条の二第一項第五号の要件も充足していない。）。そして、平成一七年法二七条の二第一項が公開買付けを要求する趣旨は、前記のとおり、一般の株主にも、売却の機会を付与して、平等にプレミアムを取得できるようにしようとする趣旨を含むものであるから（単に取引所有価証券市場の秩序の維持という公益の問題にとどまらない。）、その違反は、カネボウの株主である控訴人との関係でも、違法なものとして、不法行為を構成するというべきである。

したがって、公開買付けによらずに本件各買付けを行い、控訴人にその保有する株式の売却の機会を失わせたことで、控訴人に損害を生じさせたとすると、被控訴人トリニティは、不法行為（故意）による損害賠償責任を負う（なお、被控訴人らは、責任阻却事由について特に主張、立証をしていない。）。（略）」

〔参照条文〕

平成一七年法二七条の二第一項、平成一八年法二七条の二第一項、平成一七年施行令七条五項四号、平成一八年施行令六条の二第一項、平成一七年他社株府令三条の二の四、平成一八年他社株府令二条の五、民事訴訟法二四八条

〔事案の概要〕

カネボウ株式会社（以下「カネボウ」という。）は、多角化に失敗して経営状況が悪化したため、平成一六年三月一〇日、株式会社産業再生機構（以下「機構」という。）に対して支援申込みをし、同日、支援決定の通知を受けた。同年五月三一日には、自らが策定した事業再生計画を前提に新たな支援決定を受け、これに従い、同年九月三〇日、機構はカネボウに対して総額二〇〇億円の出資を行い、C種類株式（議決権を有する利益配当請求権のない種類株式で、平成一八年一〇月一日以降であれば普通株式に転換可

能な内容となっている。）を一株あたり三八〇円で引き受けた。これにより機構は、議決権割合で過半数を有する支配株主となった。

カネボウは、平成一七年四月一三日、過年度における粉飾決算及び決算修正を公表したため、株価は一五〇〇円台から七〇〇円までに下がり、同年六月一〇日の取引をもって上場が廃止されたときの最終株価は三六〇円になっていた。

平成一七年六月、株式会社カネボウ化粧品（以下「カネボウ化粧品」という。）がカネボウに対して総額二〇〇億円を出資し、C種類株式を一株あたり三二〇円で引き受けた。これにより、平成一八年一月三一日時点でのカネボウの議決権割合は、一般個人投資家の保有する普通株式が三〇・八％、機構が保有するC種類株式が三一・六％、カネボウ化粧品が保有するC種類株式が三七・六％となっていた。

機構は、平成一七年八月以降、数次の入札を経て、同年一二月一六日、保有する株式及び債権を、三ファンドが出資し運営に携わるトリニティ・インベストメント株式会社（以下「トリニティ」という。）に売却することを決定した。

トリニティは、公開買付けの手続きによることなく、C種類株式の保有者である機構及びカネボウ化粧品の同意を得て、平成一八年一月三一日に機構から、同年二月二一日にカネボウ化粧品から、それぞれカネボウのC種類株式全部を一株あたり二〇一円で譲り受けた（以下「本件各買付け」という。）。同月二二日、トリニティは、カネボウの株式を一株につき一六二円で公開買付けする旨の公告を行い、同日から公開買付けを開始した（以下「本件ＴＯＢ」という。）。

カネボウは、同年四月、ホームプロダクツ事業をカネボウホームプロダクツ株式会社に、薬品事業をカネボウ製薬株式会社に、カネボウフーズの株式を株式会社カネボウ・トリニティ・ホールディングス及びその株主である三ファンド等に譲渡し（以下「本件営業譲渡等」という。）、トリニティは、カネボウが負担する合計四二五億四六〇〇万円の譲渡代金債務について、免責的に債務引受けした（以下「本件免責的債務引受け」という。）。さらに、同年七月に資本金を約三五一億円から一億円に減資することを公告し（以下「本件減資」という。）、平成一九年六月二八日開催の定時株主総会の決議により、同月三〇日をもって解散した（以下「本件解散」という。）

そこでカネボウの普通株式一五〇〇株を保有する株主X

は、三ファンド及びトリニティに対し、①トリニティが機構及びカネボウ化粧品からC種類株式を公開買付けによらないで買い付けた行為は、平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法二七条の二第一項に違反し、これによって売却の機会を逸したことにより、九四〇〇円（トリニティと機構との間の売買価額二〇一円と残余財産分配額一〇七円との差額九四円の一〇〇株分。Xは控訴審において、株式買取請求権を行使していない一〇〇株分のみに請求を減縮している。）の損害（あるいは本件TOBの買付価額一六二円との差額である三九〇〇円の損害）を被った、②トリニティは、本件各買付けによりカネボウの支配株主となった後、本件営業譲渡等、本件免責的引受け、本件減資、本件解散という一連の行為を行い、これは支配株主の権利の濫用ないし信認義務に違反し、不法行為を構成する、③被控訴人ら三ファンドは、カネボウの事実上の取締役として、事実上の譲受人である三ファンドに不当な安値でカネボウを売却したことなど善管注意義務違反の行為を行い、これによって生じた損害について平成一七年改正前商法二六六条の三の責任を負う、④被控訴人らは、派遣した取締役に、支配株主に一方的に有利で少数株主の地位を強制的に奪うような善管注意義務違反の行為をさせたことにより不法行為責任を負う、などと主張して損害賠償請求の訴えを提起した（ただし、③と④は本件控訴審継続中に東京地裁により株式買取価格決定事件の決定が出されたため追加された主張である。）。

原審（東京地判平成一九年五月二九日金判一二九七号三六頁）は、①については、本件各買付けは平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法二七条の二第一項柱書ただし書における例外にあたり、本件各買付け当時において本件各買付けは適法にされたというほかないから、これを違法ということはできないとし、②についても、本件営業譲渡等、本件免責的債務引受け及び本件減資においては、少数株主に対しても個々の手続において株式買取請求等ある程度の救済手段が用意されている以上、直接の不法行為を構成すると認めるのは困難であるとして、Xの請求をいずれも棄却した。

これに対し、本件判決は、②については、経営難に陥った企業の事業再編において少数株主の利益をどのように保護するかは立法政策の問題であり、現行法下においても営業譲渡に伴う株式買取請求権、取締役の第三者責任等相応の救済手段が用意されていることなどから、本件各買付け、本件TOB、本件営業譲渡等、本件免責的債務引受け、本

件解散が支配株主の権利の濫用等に当たるということはできないとし、従って右の行為の違法性に係る③と④の請求も棄却したが、①については、三ファンドはこれに具体的に関与したことを認めるに足る証拠はないとしたものの、トリニティに対しては、本件各買付けは公開買付けによらないことができる場合に当たらないものであり、その違反は違法なものとして不法行為を構成するとした。そして、Xは、公開買付けによりなにがしかの損害が発生したものと認められるが、公開買付けの方法によるとした場合の買付数量、買付価格等がどのように設定されたか明確ではなく、損害額の立証は極めて困難であるとして、民事訴訟法二四八条に基づき、機構からのトリニティの買付価額が二〇一円であること等を考慮して、損害額を二万一〇〇円と認定した。ただし、Xは一株につき一〇七円を差し引いた額を請求しているとして、九四〇〇円の限度で損害賠償の請求を認容した。

以下においては、原審判決と本件判決とで異なる結論が導かれた争点①についてのみ考察を行う。

〔研　究〕

判旨反対。

一　本件判決は、機構の支援決定を受けたカネボウがそのスポンサーとなった三ファンドによって買収されたことにつき、カネボウの少数株主であるXが、三ファンド及び三ファンドが出資・運営する買収受皿会社を被告として損害賠償請求した事件の控訴審判決である。本件の主たる争点は、トリニティが機構及びカネボウ化粧品からC種類株式を公開買付けによらずに買付けた行為が平成一七年法律第八七号による改正前の証券取引法（以下、判旨に合わせて「平成一七年法」といい、その他の法令についても判旨の表記と同様とする。）二七条の二第一項に違反するか、本件各買付けや本件営業譲渡等などの一連の行為は支配株主の権利の濫用ないし信認義務違反として違法であるかという点であるが、後者の点に係る請求は原審でも控訴審でも棄却されている。各手続が平成一七年改正前商法や産業再生法の規定に基づいて適法に行われているうえ、そこで株式買取請求権などの一定の手当てもなされていたことからすると、一連の行為が支配株主の権利濫用とまでいうのは難しいと思われる。そこで、問題になるのは前者の争点である。

平成一七年法二七条の二第一項本文は、有価証券報告書提出会社の株券等を発行者以外の者が買い付ける場合には

原則として公開買付けによらなければならないことを規定し、そのただし書が公開買付けの適用除外事由を全六号に渡って規定している。このうち六号は四号と補完関係にあり、市場外で著しく少数の者から三分の一を超える株券等を買付ける場合には、四号の適用除外事由にあたらないので公開買付けが強制される一方（三分の一ルール）、三分の一を超える場合でも、六号の適用除外事由、すなわち特別関係者からの買付けや平成一七年施行令七条五項に定める買付けのときには、公開買付けの適用除外となる。本件で問題となっている適用除外事由は、平成一五年に「事業再編の迅速化と手続の簡素化の観点」から、施行令七条五項の改正という形で公開買付けの適用除外要件が拡大された際に導入された規定である（谷口義幸「ディスクロージャー制度の整備に伴う証券取引法施行令の改正の概要（下）」商事一六六三号二六頁（二〇〇三年）参照。）。

すなわち、平成一七年施行令七条五項四号は「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、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」を公開買付けの適用除外事由として定め、さらにこれを受けて、平成一七年他社株府令三条の二の四第一項が「施行令第七条第五項第四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、株券等の所有者が二五名未満である場合とする。」ものとし、同第二項が「施行令第七条第五項第四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。」と定めている。要するに、市場外における著しく少数の者からの株券等の買付けで所有割合が三分の一を超える場合であっても、株券等の所有者の数が二五名未満であり、公開買付けによらないことにつき当該株券等のすべての所有者の書面による同意があるときは、公開買付けの適用除外となる（以下「本件適用除外事由」という。）。

本件において、トリニティは、C種類株式の株主である機構とカネボウ化粧品二名の同意を得て、公開買付けによらないで本件各買付けを行っている。これに対して、平成一七年施行令七条五項四号、同他社株府令三条の二の四にいう「株券等」にC種類株式のみならず普通株式も含むとすれば、株主数は二五名を超えることになり、トリニティ

のした本件各買付けは公開買付けの適用除外とされないことになる。したがって、平成一七年施行令や同他社株府令で用いられている「株券等」は、C種類株式に限られるのか、それとも普通株式をも含むのかが問題になる。

この点について、本件判決は、平成一七年施行令及び同他社株府令にいう「『株券等の所有者』という場合の『株券等』について特に限定は加えられていない」として、その文理に照らし、「株券等の所有者が二五名未満の場合で、そのうちの一〇名以下の者から株券等を買い付けるというときは、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の書面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」ものとし（判旨一）、平成一七年施行令にいう「当該株券等」には、買付け対象であるC種類株式のみならず、買付け対象外の普通株式も含まれるものとする。

もっとも、実務により大きな衝撃を与えたのは、控訴審の過程で、平成一八年施行令にいう「当該株券等」についても、ここには買付け等対象株券等及び買付け等対象外株券等のすべてが含まれるという解釈が示された点である（判旨二ア）。つまり、現行法令の解釈としても、「当該株券等の所有者が二五名未満である場合」とは、買付け等対象株券等のみならず買付け等対象外株券等のすべてを含めた所有者の総数が二五名未満であることを要求していると解されることになる。上場会社の株券等の所有者が全体で二五名未満ということはほぼ考えられないことからすれば、上場会社において本件適用除外事由が利用される余地はほとんどなくなることになる。そこで、その結論については、実務家を中心に強い批判を浴びているところである（太田洋「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収とTOB規制―カネボウ少数株主損害賠償請求事件東京高裁判決を手掛かりに―」金法一八五四号四三頁（二〇〇八年）四三頁、井上広樹＝岡野辰也「強制公開買付けの具体的適用（下）」商事一八四四号三三頁（二〇〇八年）、「カネボウ事件東京高裁判決とTOB規制」商事一八四六号六二頁（二〇〇八年）、松尾拓也「種類株式に対する公開買付規制の適用」商事一八四七号二五頁（二〇〇八年）、田中信隆「カネボウ控訴審判決の教訓」一八五二号四頁（二〇〇八年）、松尾直彦「東京高裁による公開買付規制の解釈の評価」金判一三〇四号一頁（二〇〇八年））。

本件判決は、平成一七年施行令七条五項四号にいう「当該株券等」には、買付け等対象株券等のみならず買付け等

対象外株券等も含まれると判示した初めての裁判例であるだけでなく、現行法令における「当該株券等」についても同様の解釈を示した点で、今後の実務に大きな影響を与える裁判例である。本件は最高裁に上告されており、その動向が注目される。

二　本件判決は、平成一七年施行令及び同他社株府令にいう「株券等」には買付け等対象株券等のみならず買付け等対象外株券等も含まれるという解釈を文理解釈として導き出す一方、その妥当性を裏付ける主な理由として次の三点をあげる。すなわち、①改正後の平成一八年他社株府令二条の五第二項では新たに「当該株券等の所有者」が「買付け等の対象となる株券等の所有者」と「買付け等対象外株券等の所有者」とに分けられたから、平成一八年施行令にいう「当該株券等」には買付け等対象株券等及び買付け等対象外株券等のすべてが含まれると解され、そうでなければ下位法令である他社株府令が上位法令（平成一八年施行令）の委任の範囲を超えてしまうという点で政令違反の問題が生じかねないこと、②平成一八年法令と平成一七年法令は法、施行令のレベルでは文言はすべて同じで、実質的には改正がされていないことを踏まえると、平成一七年施行令にいう「当該株券等」も買付け等対象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解され、従って、平成一八年他社株府令は、総株主同意の要件を種類株主総会決議をもって足りるとしたという点で、平成一七年他社株府令の要件を緩和したものと解されること、③公開買付制度は、会社支配権に影響を及ぼし得るような証券取引については、買付者をして情報を開示させ、一般の株主にも公平に売却の機会を付与しようというものであるから、買付者が特定の種類株式を買付けの対象として企図したとしても、その買付けが会社支配権に影響を及ぼすようなものである場合には買付け対象外の株券等の所有者（一般の株主）にも大きな影響を及ぼすから、これに公開買付けを強制する必要があることに変わりはないこと、である。

まず①の点については、「『株券等』といった用語が法令の明文において特段の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限定的な意味を持つこともあり得ることは広く認められて」おり（太田・四〇頁。同旨、前掲「商事一八四六号六二頁」、松尾（拓）・二八頁）、「下位法令が上位法令の委任の範囲を超えているということではなく、下位法令の内容から推知

される上位法令の理解をもとに上位法令を解釈するというに過ぎない」というべきである（田中・六頁）。②では、平成一八年他社株府令を引き合いに出して「要件を緩和したもの」というが、このような解釈は、平成一七年法令と平成一八年法令の文言が実質的に変っていないのでその解釈も変わらない、すなわち平成一七年法令のもとでも、平成一八年法令と同様、「当該株券等」には買付け等対象株券等及び買付け等対象外株券等のすべてが含まれるという解釈が当てはまる、と解するからこそにほかならない。そこで③では、係る解釈を裏付けるため、公開買付制度の趣旨からみて、買付け対象外の株券等の所有者（一般の株主）に公開買付けを強制する必要がある、という実質論を展開するわけである。

このように本件判決は、平成一七年施行令七条五項四号の制度趣旨や平成一八年他社株府令改正の経緯を正面から取り上げることなく、およそすべての種類の株券等に対して公開買付けが行われるべきという実質論を背景に、平成一八年改正後の解釈が平成一七年当時にも成立していたという結論を導くものであるといえるが、この点、原審判決と対照的である。

すなわち原審判決は、公開買付制度の趣旨は、会社に支配権等に影響を与えるような株券等の買付けがされた場合に、買付けの公正性を確保するとともに、株券等を売却する機会を担保することにあるとしたうえで、本件適用除外事由が公開買付けの例外とされたのは、「そうした場合、株券等の所有者が少数であることから、類型的に株券等の買付けによる影響が少ない上、同意をしている株券等の所有者については、売却の機会を担保すべき必要性が低い」からであり、それゆえ、公開買付けによらないことの同意は「株式を売却する機会からも疎外される株主、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解するのが相当である。」と判示する。そのうえ、本件買付け後の平成一八年一二月一二日に公布された改正他社株府令二条の五は、「種類株式を買い付ける際に他の買付け等対象株券等の所有者に一般的に売却の機会を保障する趣旨ではなく、種類株式を取得することにより、議決権の多数を得る者が出現する場合に備えたのであるから、上記内閣府令の改正は、証券取引法二七条の二第一項柱書ただし書の解釈を左右するものではな」く、「たしかに、上記改正後の内閣府令によれば、本件各買付けを公開買い付けによらずに行うことは困難である」が、「内閣府令改正前にされた本件各買付け時においては、本件各買付けの手続

は適法にされたというほかないから、結局、本件各買付けを違法ということはできない。」とする。

本件適用除外事由の立法趣旨は「事業再編の迅速化と手続の簡素化」という以上に明確にはならないが（谷口・二六頁以下参照）、論者においては、総株主が同意している場合には公開買付けを適用する必要はない、とか、そもそも株主数が少ない場合は、公開買付けによらないで株式を移転させるということについて、全員の実質的な同意を得られているということから出発している、などと説かれている（証券取引法研究会編『平成一五年の証券取引法等の改正』（商事法務、二〇〇四年）一五頁）。ここで、公開買付制度の一般的趣旨が投資者への情報公開と株主の売却機会の確保ということにあるとすれば（神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院、二〇〇六年）二九八頁、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、二〇〇九年）三三九頁）、本件適用除外事由の趣旨は、原審判決の判示するように、類型的に株主数が少数の場合には買付けによる影響が少なく、しかも公開買付けによらないことにすべての株主が同意をしている場合には、公開買付けを実施して売却の機会を担保する必要はない、ということに求められよう。そこで、ある種類株式が公開買付けの適用除外になったからといって直ちに別の種類株式の株主の売却の機会が失われることにはならないから、公開買付けによらないことの同意は特定の種類株式のみに限定して要求されるものと解されるわけである。そのうえ原審判決は、平成一八年の他社株府令改正の趣旨についても、「買付け等対象株券等の所有者に一般的に売却の機会を保障する趣旨ではな」いと判示し、その改正の趣旨が本件判決の援用する公開買付制度の趣旨――会社支配権に影響を及ぼす取引の場合に、買付け対象外の株券等の所有者（一般の株主）にも公平に売却の機会を付与するもの――と整合しないことを示唆する。

こうしてみると、平成一七年施行令にいう「当該株券等」は買付け等対象株券等に限定されるのか、それともそこに買付け等対象外株券等も含まれるのかという問題には、平成一八年他社株府令二条の五第二項の立法趣旨がいかなるものであったのかを明らかにすることがポイントになるものといえる。そして、本件判決によれば、「当該株券等」に買付け等対象外株券等も含まれるかという問題は、およそすべての種類の株券等に対して公開買付けが行われるべきかという問題を前提としており、その点からすれば、公開買付制度の趣旨が、平成一七年当時から、およそすべて

の種類の株券等の所有者に売却の機会を保障する趣旨にあるものといえたのか、という問題に行き着くものといえる。

三　平成一八年他社株府令は、本件適用除外事由について、次のような改正を行った（同二条の五第二項）。すなわち、①買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合であって、買付け等対象外株券等があるときは、買付け対象となる株券等についてはすべての所有者の書面による同意、買付け等対象外株券等については種類株主総会の決議又はそのすべての所有者（二五名未満）の書面による同意を要するものとし（同一号）、②①以外の場合には、買付け対象となる株券等のすべての所有者の書面による同意を要する（同二号）というものである。

これに関して立案担当者は、「同一の発行者が発行する株券等であっても、議決権や配当等の内容が本質的に異なるような二以上の株券等が存在する場合には、公開買付手続についてその株券等の内容ごとに考慮することが適当である場合が存在する。」という観点から、「すべての所有者の同意」の具体的内容について改正を行ったと述べている（池田唯一ほか編著『新しい公開買付制度と大量保有報告書制度』（商事法務、二〇〇七年）四四頁以下）。少なくとも平成一八年改正後の理解としては、買付け対象とする株券等と買付け対象としない株券等とを区別して公開買付けを実施できることが前提とされているようである。平成一八年改正後の本件適用除外事由の趣旨についても、「すべての所有者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乏しいと考えられる」ためであると述べられており（池田・四四頁）、公開買付けが実施されても売却機会を失わない株券等（すなわち公開買付けの対象とされない株券等）の存在を認めているといえる。

もっとも、立案担当者は、「同一の発行者に係る二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。」ことを原則論として、「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、などの場合」であって、かつ、「他の株券等の内容と明確に区別できるような場合」には、「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。」と述べる一方（池田・九七頁）、「対象者が二以上の内容の異なる株券等を発行している場合において、たとえばある内容の株券等について、買付け等を行う意思・予定が一切存在しないなどのときは、

買付け等の対象をある内容の株券等に限定することが考えられる。」とも述べており（池田・九五頁）、果たして、特定の株券等を対象として公開買付けを行うことを正面から認めているのか、例外的にある株券等を対象から除外できる場合があるというに過ぎないのかは明確ではない。しかし、明確に内容を区別できるような株券等を公開買付けの対象から除外することが、それ以外の株券等を対象として公開買付けを行うことになる以上、結局のところ、一定の場合には、買付けの対象を特定の株券等に限定することを認めているというべきであろう。

いずれにせよ、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合には右の点は問題にならず、明確に内容を区別できるような株券等であっても、公開買付けの対象から除外する取扱いは認められない。平成一八年改正ではいわゆる全部勧誘義務（金商法施行令八条五項三号）が導入され、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合には、「買付け等の後において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。したがって、このような場合には、買付け等の対象とする株券等の内容を限定することは原則として認められず、買付対象者が発行するすべての株券等について、買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘の対象としなければならない」ものとされたからである（池田・九六頁）。

もっとも法は、全部勧誘義務の例外として、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合であっても、公益又は投資者保護に欠けることがないものとして内閣府令で定める株券等（平成一八年施行令八条五項三号括弧書）、すなわち「当該株券等の買付け等の申込み又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における当該株券等」、そして「当該株券等の所有者が二五名未満である場合であって、買付け等の申込み又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提出している場合における当該株券等」については、同一の公開買付けによらなくてよいものとしている（同施行令八条五項三号、平成一八年他社株府令五条三項、五項）。公開買付けの対象とならないことにつき種類株主総会決議がある場合又は全員の書面による同意（二五名未満）がある場合には、買付け後の所有割合が三分の二以上となるときであっても、それらの株券等を公開買付けの対象から除外できるわけである。

要するに、全部勧誘義務が導入された平成一八年改正のもとでは、買付け後の所有割合が三分の二以上とならない場合には、株券等の内容によっては買付けの対象を限定することができるが、三分の二以上となる場合にはもはやこのような取扱いは認められず、すべての株券等を対象として同一の公開買付手続に含めなければならない。しかし、その場合であっても、公開買付けの対象とならないことにつき種類株主総会決議がある場合又は全員の書面による同意（二五名未満）がある場合には、これを公開買付けの対象から除外できる、ということになる。

このような平成一八年改正の経緯を踏まえると、平成一八年他社株府令二条の五第二項は、平成一八年改正において全部勧誘義務が導入されるとともに、全部勧誘義務の例外の要件（種類株主総会決議又は全員の同意（二五名未満））が定められたことを受けて、本件適用除外事由についてもこれと平仄を合わせ、本件適用除外事由にかかる全部勧誘義務の例外の要件が定められたものとみることができる。すなわち、全部勧誘義務が導入された平成一八年改正のもとでは、買付け後の所有割合が三分の二以上とならない場合には、株券等の内容によっては買付けの対象を限定することができ、適用除外の要件としても、その買付けの対象となる株券等のすべての所有者の同意（二五名未満）がある場合には公開買付けの適用除外となるところ、三分の二以上となる場合にはもはやこのような取扱いは認められず、すべての株券等を対象として同一の公開買付手続に含めなければならないが、その場合であっても、買付け対象外の株券等について公開買付けの対象とならないことにつき種類株主総会又は全員の同意（二五名未満）がある場合には、公開買付けの適用除外となる、ということになる。

以上によれば、平成一八年改正後の現行法令における本件適用除外事由の解釈としては、買付け後の所有割合が三分の二以上とならない場合には、買付け対象の株券等の所有者が二五名未満ですべての所有者の書面による同意があれば公開買付けの適用除外となる一方で、買付け後の所有割合が三分の二以上となるような場合で買付け対象外の株券があるときには、買付け対象外の株券等についても種類株主総会の決議又はそのすべての所有者の同意（二五名未満の場合）を備えることが適用除外の要件とされているというべきである。そして、平成一八年他社株府令において、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合について、本件適用除外事由の要件が買付け対象外の株券等にまで拡

大されたという経緯を踏まえれば、平成一八年施行令（現行法令）にいう「当該株券等」は、買付け対象となる株券等を指しているものと解されよう。仮に本件判決のように、平成一八年施行令にいう「当該株券等」を買付け等対象株券等のみならず買付け等対象外株券等のすべてを含むものと解すると、「当該株券等の所有者が二十五名未満である場合」と定める平成一八年他社株府令二条の五第一項により、買付け対象外の株券等の所有者は当然に二五名未満でなければならない一方で、さらに同二項一号ロで、「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」と定めていることの意味が理解できないことになる。平成一八年施行令、他社株府令に関する本件判決の解釈は、誤りというべきであろう（田中・六頁）。

四　もっとも、本件の争点は平成一七年施行令における「当該株券等」の解釈であり、その点からすれば、平成一七年当時も、買付け対象となる株券等を限定することが許されるものと解されていたのかが問題になる。この点に関して、立案担当者は、買付け後の所有割合が三分の一を超える場合であっても、「その買付け等の対象となる株券等の所有者の数が通算して二五名未満の場合で、その全員の同意があるときは、公開買付け規制の適用除外とされているところ」、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合であって買付け等の対象とならない株券等があるときについて、適用除外の条件を問題としたものと述べている（大来志郎「公開買付制度の見直しに係る政令・内閣府令の一部改正の概要」商事一七八六号一〇頁（二〇〇六年）、傍点筆者）。実務的にも、買付け対象となる株券等を限定できるものと解されていたようであるが（松尾・二七頁は、普通株式のみを対象とする公開買付けを行うことができないというような解釈は、長年の公開買付制度に対する理解や実務運用とまったく合致しない解釈であるという。なお、事実認定されていないが、本件判決では被控訴人側から、平成一七年法二七条の二第一項等にいう「株券等」とは、売買の対象となる当該種類株式のみを指すと解するのが通常の解釈であり、機構がダイエーの事業再生を手がけた際にも係る解釈に則って議決権付種類株式を売却したように、実務においてもかかる解釈を前提として運用されている、との主張がなされている。）、異論もある（田中・七頁は、たとえば普通株式のみを対象としその他の種類株式を買付けの対象から除外できるのかどうかは明確ではなかったとする。）。

それでは、本件判決のいうように、平成一七年当時の解釈としても、公開買付制度の趣旨から、およそすべての種類の株券等を対象として公開買付けが行われるべきといえたのだろうか。たしかに、公開買付けの規制は、会社支配権に影響を及ぼす取引か否かを問題とするものであるから、公開買付制度の一般的趣旨を、およそ一般の株主に公平に売却の機会を保障する趣旨のものであると解することもできる。しかし、原審判決も指摘するように、ある種類の株券等のみを公開買付けの対象としたことが直ちに別の種類の株券等の所有者の売却の機会を失わせることにはならないことからすれば、株主に売却の機会を保障するというだけなら、すべての種類の株券等を対象として公開買付けを行わなければならない理由にはならない。それにもかかわらず、公開買付制度の趣旨を本件判決のように解することは、ある種類の株券等の売却によって支配権に移動が生じ、その結果、少数株主となった株券等の所有者が不安定な地位に置かれることを防止する、という意味を持たざるをえない。そしてこれが、まさに三分の二という基準で導入された全部買付義務・全部勧誘義務の趣旨に沿うものであることを踏まえると、全部買付義務・全部勧誘義務を部分的にも導入していなかった平成一七年当時の公開買付規制の下で、公開買付制度の趣旨を本件判決のように理解すべきであったとまでいうのは困難と思われる。仮に、公開買付けの一般的趣旨を本件判決のように解するとすれば、その論理の赴くところ、買付け後の所有割合が三分の二以上となる場合にもすべての種類の株券等の同意（二五名未満）を要すると解すべきものと考えられるが、だとすればなぜ平成一八年改正で、しかも三分の二という基準で、本件適用除外事由の要件を買付け等対象外株券等についてのみ「緩和」する必要があったのか。全部買付義務・全部導入義務の経緯を踏まえると、これを説明することは難しいと思われる（前掲「商事一八四六号六二頁」参照。）。

結局のところ、本件判決が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からの同意を要するというような結論を導くのは、普通株式とほぼ同内容のC種類株式が機構と子会社に発行され、議決権の三分の二を超える支配権が確立された後、その支配株式が公開買付けによらずに一括して買収会社に譲渡され、今度は買収会社が普通株式を対象に支配株式の譲渡価格より低額（一株あたり一六二円）で公開買付けを行ったということを一連の行為とみて、これを問題視したためであろう（田中・八頁以下参照。なお、「上村達男教授は『今回のケースは投資ファンド側が

支配権を得て少数株主を排除するための取引。TOB制度の趣旨から考え、少数株主を救済した高裁の判断は妥当』と評価する」、「『形式的に種類株であることを利用して、例外規定を利用するのはTOB制度を骨抜きにするだけ』と指摘する」との報道がある（平成二〇年一一月二四日日本経済新聞朝刊一四面「法務インサイド」）。本件判決は、積極的な理由付けはしていないもの、Xの損害額をトリニティが機構から買い付けた価格（一株二〇一円）をもとに算定している。

だとすれば、問題の本質は、普通株式とC種類株式とが実質的に同一の内容であるにもかかわらず、C種類株式の買付価額より低い額で普通株式に公開買付けが実施されたことにより、普通株式の株主には売却の機会、すなわちC種類株式の支配プレミアムを享受する機会が与えられなかったという点であるといえる。そして、この点からすれば、本件適用除外事由の適用に際して株券等の種類を形式的に判断したことは問題視しうる。しかし他方、本件の行為当時、株券等の種類をどのように解すべきかについて、実務上定まった解釈は存在していたのだろうか。この問題について、金融庁は、原審判決が出された以後に改正された平成一八年内閣府令（平成一八年一二月一二日施行）に関して平成一八年一二月一三日付で「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」を公表し、ある「種類」の株式のみを二五名未満の者から買い付ける場合で、当該種類株式のすべての所有者から同意を得たときは公開買付けは不要となるが、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している（パブコメ回答No.16①）。ここにいう株券等の「種類」と、同一の公開買付けによるべき株券等の種類とは必ずしも一致することにはならないが、この点に関しては、これらをパラレルに考えるのが合理的と思われ、少なくとも、当該株券等にかかる議決権、剰余金の配当、残余財産の分配、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、別の株券等と解することが可能と思われる、と指摘するものがある（井上＝石塚＝眞武・三一頁参照）。

公開買付規制については、実務上の解釈が確立していない論点も多い一方で、刑罰・課徴金の対象にもなるところから、解釈の「明確性」、「透明性」、「迅速性」を求めるニーズが高く、また、司法は基本的に事後判断であるだけに、M&Aの場合で重視される「迅速性」の要請に必ずしも合致するものではないなどと主張されている（松尾直彦「金

融規制法の法眼と執行のあり方（2）」金法一八四六号四〇頁以下（二〇〇八年））。続けて論者は、規制当局が個別事案ごとに実務家と対話して「明確」な解釈を「迅速」に示すことで「透明性」を確保する方策の実効性を説いているが、金融規制法の解釈方法論に対する問題提起として、傾聴すべき意見と思われる。

島田　志帆