

〈判例研究〉

種類株式の買付けと公開買付けの必要性

〔最二判平成22年10月22日、平成20（受）1631、損害賠償請求事件、民集64巻7号1843頁（カネボウ少数株主損害賠償請求事件）〕

根本 伸一

I 事実の概要

平成18年1月当時、カネボウ株式会社（以下、A）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、B）及び株式会社カネボウ化粧品（以下、C）の2名のみであったが、他方で、普通株式に係る株券の所有者は多数おり、Xも、Aの発行する普通株式1,500株を保有していた。トリニティ・インベストメント株式会社（以下、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、BおよびCの同意を得た上で、平成18年1月31日にBから、同年2月21日にC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）。そこで、Xは、YによるA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かったのに、これによらなかったことは違法であり、その結果、Xはその保有していた普通株式を売却する機会を逸し、損害を被ったなどと主張して、Yに対し、不法行為に基づく損害賠償を求めた。

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買付け等）に該当する。

本件買付け当時、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）であって、当該株券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全ての所有者から提出された場合（以下、同意要件）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6号、証券取引法施行令（以下、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（以下、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項および2項）。そこで、本件では、本件買付けが、25名未満要件および同意要件を満たしており、公開買付けによる必要がなかったのかどうか判断する前提として、施行令7条5項4号、他社株府令3条の2の4第1項および2項所定の「株券等」の意義が問題となった。

第1審（東京地判平成19年5月29日民集64巻7号1896頁）は、「株券等」とは、本件買付けの対象であるC種類株式に限定されるとして、Xの請求を全部棄却した。これに対

し、原審（東京高判平成20年7月9日民集64巻7号1912頁）は、(1)「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価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だけでなく、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) AにおけるC種類株式に係る株券の所有者はBおよびC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、他社株府令3条の2の4第1項および第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る場合に当たらない、(3) 本件各買付けを公開買付けによらずに行ったことは、普通株式の株主であるXとの関係でも違法なものとして不法行為を構成する、として、XのYに対する請求を9,400円およびその遅延損害金の支払いを求める限度で認容した。そこで、Yが上告した。

II 判旨 破棄自判

一「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、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項において、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得るものとするのがその目的に資するとの判断に基づくものである。」

二「ところで、旧証取法27条の2第1項〔筆者注：平成16年法律第97号による改正前の証券取引法〕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（旧証取法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。上記各要件にいう「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。」

三「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って、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ったものと解するのが相当である。」

四「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。」

本判決には、須藤正彦裁判官の補足意見がある。

Ⅲ 研究

1. 本判決の意義

本件は、Aの事業再生の際に行われた種類株式の取引について公開買付けの要否が問題となった事案である。本件各買付けにより、Yの株券等所有割合は3分の1を超えるため、いわゆる3分の1ルールにより、本件各買付けは公開買付けによって行われなければならないが、他方で、本件各買付けが25名未満要件および同意要件を満たしていれば、公開買付規制の適用除外が認められる規定がある（以下、本件免除規定）。そこで、本件では、Xは、本件各買付けが公開買付けによらないで行われたことが違法であると主張したのに対し、Yは、本件免除規定の適用を主張した。

本件免除規定が適用されるか否かは「株券

等」の範囲の解釈による。わが国においてこの問題が裁判上争われたのは本件が初めてであり、これに関する裁判例も本件の1審および原審判決だけであるところ、本判決は、本件免除規定における「株券等」は買付け等の対象とされる特定の種類の株券等に限定されると判示して、Xの請求を棄却した⁽¹⁾。

2. 「株券等」の範囲をめぐる学説

本件で争点となった「株券等」の範囲をめぐっては、以下の学説が対立している。

まず、非限定説は、「株券等」とは、対象会社が発行する全ての株券等を含むとする。本件では、本件各買付けの対象となったのはC種類株式であるが、その対象とならなかった普通株式についても「株券等」の中に含める見解である。非限定説に立てば、A社の発行する全ての株券等の所有者は25名よりもはるかに多く、また、その同意もないのであるから、25名未満要件および同意要件を充たさず、公開買付けによらずに行った本件各買付けは違法なものということになる。原審判決は、非限定説に基づいて、Xの請求を一部認容した⁽²⁾。

これに対し、限定説は、「株券等」とは、買付者が買付け等を意図している特定の種類の株券等に限定されるとする。Xの請求を棄却した1審判決および本判決が採る立場である。本件当時の株式公開買付けの「実務」はこの見解を前提とし⁽³⁾、金融庁もこれを支持していたと言われる⁽⁴⁾。限定説に立てば、本件では、本件各買付けの対象となったC種類株式の保有者はBとCだけであり、特定買付けに等に該当する本件各買付けを公開買付けによらないで行うことにつき、B・Cともに同意しているのであるから、25名未満要件および同意要件を満たし、強制公開買付けの適用除外となる。

さらに、この限定説は、「株券等」とは、買付者が買付け等を意図している特定の種類

の株式と同一の種類に属する株式だけを意味するという見解（形式説）⁽⁵⁾と買付者が買付け等を意図している特定の種類の株式と実質的な内容において同一の種類に属すると解される株式までもこれに含める見解（実質説）⁽⁶⁾とに分かれる。形式説によれば、YがC種類株式を公開買付けによらず取得するためには、C種類株式の保有者（B・C）の同意を得ていれば足りるのに対し、実質説によれば、C種類株式と普通株式が実質的に同一であると評価される場合には、YがC種類株式を公開買付けによらずに取得するためには、C種類株式だけでなく、普通株式の保有者の同意も必要となる。比較的多くの学説が実質説を支持していると見られ、金融庁もまた実質説を採用する⁽⁷⁾。

ただし、形式説といっても、公開買付規制の潜脱と評価されるような場合には、買付け等対象とならない株式（本件では、普通株式）の保有者の同意の必要性を認める⁽⁸⁾一方で、実質説といっても、いかなる場合に別個の種類株式の同一性を認めるかは定かではない⁽⁹⁾。よって、両説の実質的な差異はそれほど大きくない可能性もある⁽¹⁰⁾。

3. 考察

本判決は、本件免除規定で問題となる「株券等」の範囲について、非限定説を採用しないことを明らかにした。以下では、まず、本判決とは異なり、非限定説を採用した原審判決の理由づけについて概観した上で、本判決の判断枠組みを明らかにする。

(1) 原審判決の理由づけ

原審が非限定説を採用した理由は以下の通りである。

- ①25名未満要件および同意要件にいう「株券等」に文言上特に限定は加えられていない。
- ②他社株府令〔平成18年内閣府令第86号による改正後のもの〕の「当該株券等の全ての

所有者の同意」にいう「当該株券等」には、「買付け等対象株券」および「買付け等対象外株券」の全てが含まれていることが前提とされているが、同項の規定の仕方からすると、立法担当者は、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号にいう「当該株券等」を「買付け等対象株券」および「買付け等対象外株券」の全てを含むものと考えていたことが十分うかがえる。そして、法および施行令のレベルで見ると、本件各買付けに適用される証券取引法および同法施行令の規定と平成18年改正後の証券取引法および同法施行令の規定は全く同じ文言であり、実質的には改正がされていないから、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「株券等」も「買付け等対象株券」および「買付け等対象外株券」の全てを含む意味のものであることが十分うかがえる。

- ③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ことを企図している場合に、公開買付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なく、買付け対象外株券等を全て含めたものであると解することは、公開買付制度の趣旨に適合する。

このように、原審判決は、①②において、条文の文言解釈により、③において公開買付規制の趣旨により、非限定説を導き出している。

(2) 本判決の判断枠組み

これに対し、本判決は、原審判決と異なり、条文の文言解釈と公開買付規制の趣旨にその理由を求めるという構成を取っていない。その意味で、本判決は、原審判決の問題意識に対して正面から答えていない。では、

本判決はどのような理由に基づいて限定説を採用しているのか。

本判決は、まず、判旨一において、本件免除規定を導入した平成15年証取法改正が事業再編等の迅速化・手続の簡素化を目的として行われたものであるとする。次に、判旨二前段において、旧証取法27条の2第1項は、買付者が特定の種類の株券等だけを買付対象にできることを前提として、買付対象としようとする種類の株券等の買付け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、本件免除規定も、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について、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とし、判旨二後段において、事業再編等の迅速化・手続の簡素化という本件免除規定の趣旨が没却されないように解釈すべきであるとする。そして、判旨三において、買付けが公開買付けによるか否かは、買付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が、その株券等の所有者全員の同意があれば公開買付けによる売却機会を保障する必要はないことから本件免除規定は設けられたものであること、買付対象外の種類の株券等があっても、その所有者の利害に重大な影響を及ぼすものではないからその同意は必要とされなかったとする。

このように、判旨一は本件免除規定の趣旨が事業再編等の迅速化・手続の簡素化にあるとし、判旨二後段はそうした趣旨を没却しないように解釈すべきであるという意味で、両者の間には意味の結びつきがある。これに対し、「ところで」で始まる判旨二前段は、判旨一および判旨二後段と直接の脈絡はなく⁽¹¹⁾、また、「株券等」の解釈について限定説を採用することを述べるが、強制公開買付規制を定める旧証取法27条の2第1項を引き合いに出すだけで、その理由については一切触れていない。そして、判旨三は、買付対象株券の保

有者全員の同意があれば公開買付けによる売却機会を与える必要は無いとする一方で、公開買付によるか否かは買付対象外の種類の株券等の所有者の利害に重大な影響を及ぼすものではないからその同意は不要というのは、特定の種類だけに対する買付が可能であること前提とした物言いであり、その意味で、単に限定説に立つことを再確認しているにすぎない⁽¹²⁾。

上記の本判決の枠組みから分かるように、本判決の結論を支えるのは、つまるところ本件免除規定の趣旨である。それゆえ、本判決の説得力の有無は、もっぱら本件免除規定の趣旨とされるものをどのように評価し、それを本件免除規定における「株券等」の解釈においてどう反映させるかに掛かっているといえるが、それにとどまらず、本判決と正反対の結論に到達した原審判決の理由の説得力の有無もまた、逆の意味で、本判決の正当性に影響を及ぼすと考えられる。そこで下記(3)では、原審判決と本判決の理由の双方に目配りしつつ、本判決を評価することを試みる。

なお、本判決は、本件各買付けの対象のC種類株式と対象外の普通株式の実質的な共通性について全く言及していない。それゆえ、本判決は、形式説に立つものか実質説に立つものか定かではない。そこで、本件においてC種類株式と普通株式が実質的にはほぼ同じ権利内容であったにもかかわらず、あえてこれを重視しなかったという理由で、本判決は株式の種類の違いを実質的に判断することに謙抑的な立場をとったと解することもできる一方、本判決は形式的には別の種類株式でも実質的に同じ権利内容をもつ株式については同一に扱うという解釈を採用しないことを明示的に述べているわけではないから、そのような解釈を排除しているわけではないと評することもできる⁽¹³⁾。だが、両者はいずれも決め手を欠き平行線に終わるしかない。むしろ上述のように形式説と実質説の差は程度問題

であることに鑑みると、いずれの説に立つかを抽象的に議論するよりも、実際にいかなる場面において、買付対象株券と買付対象外株券の同一性を判断するかが重要であると考えられる。そしてこれは、とりもなおさず本判決の評価の問題へとつながる。

（3）本判決の評価

ア）本件免除規定の趣旨

本判決は、本件免除規定の趣旨は事業再編等の迅速化・手続の簡素化にあるとし、その趣旨を没却しないように解釈する必要があるとして、本件免除規定の趣旨を限定説を採用する理由としている。

たしかに、立法担当者により、本件免除規定の趣旨は事業再編等の迅速化・手続の簡素化にあると説明されている⁽¹⁴⁾。また、本件免除規定について限定説、とりわけ形式説を採った方が、事業再編等の迅速化および手続の簡素化に役立つのもたしかである⁽¹⁵⁾。しかし、本件免除規定の趣旨が事業再編等の迅速化・手続の簡素化にあるとしても、それが果たして上場会社を念頭に立法されたものであるか否かすら定かではない⁽¹⁶⁾上に、本判決のような事案、すなわち複数の種類株式が発行されている会社について、その一方の種類株式についてだけ買収者が市場外で買付けを行う場合についてまで想定して立法がなされていたとは到底考えられない⁽¹⁷⁾。

よって、本判決のうち、適用除外規定の趣旨を理由とする部分は、説得力に乏しい。少なくとも、立法趣旨がそうだから解釈すべきという筋合いのものではない。これでは単に事業再編等の迅速化・手続の簡素化という価値自体に重きを置き、それに適うように本件免除規定を解釈すべきだと述べているに等しい。そうすると、かりに本判決の正当性を支えるものがあるとすれば、それは原審判決が理由づけとして取り上げた文言解釈および公開買付け規制の趣旨など、本判決が全面

に出していない実質的な妥当性の有無に掛かっているということになる。

イ）文言解釈

本判決は、条文の文言解釈にその理由を求めるという構成を採っていないが、原審判決はこれを理由にして非限定説を採用している。そこで、原審判決の文言解釈の妥当性について検証する。

原審判決における文言解釈（上記3（1）のうち、①については、たしかに「株券等」に文言上特に限定がないが、このことは積極的に非限定説を採用すべき論拠とはなり得ない⁽¹⁸⁾。上記②については、まず、平成18年他社株府令の立法者の考えについての推察は立法の経緯を踏まえると誤りといわざるを得ず⁽¹⁹⁾、また、他社株府令が「買付け等対象株券」に加えて「買付け等対象外株券」の所有者の同意を要求しているのも、平成18年改正証取法により全部買付義務が導入され、平成18年施行令に全部勧誘義務が導入されたことが公開買付規制の適用免除において考慮されたことを表しているものであり、このような立法の経緯を踏まえると形式的な文言の共通性は根拠とならない⁽²⁰⁾。そして、須藤正彦裁判官の補足意見（以下、須藤補足意見）もいうように、平成18年改正は、特定買付等株券等所有割合が3分の2以上になる場合の株主の保護をより強化する趣旨で立法されたにもかかわらず、原審の文言解釈によれば、「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て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」という問題がある⁽²¹⁾。

このように、原審判決における文言解釈のうち、②はかなり問題がある。もちろんこのことが直ちに限定説を支持すべき根拠たり得

るわけではないが、少なくとも文言解釈としては原審判決よりも本判決の方が無理がないのはたしかである。

ウ) 公開買付規制の趣旨との関係

本判決は、公開買付規制の趣旨にその理由を求めるという構成を採っていないが、原審判決はこれを理由にして非限定説を採用している。そこで、公開買付規制の趣旨から見た本判決の妥当性について検証する。

原審判決は、上記③において、非限定説こそが公開買付制度の趣旨に適合する旨述べている。そこで、公開買付け制度の趣旨とは何かが問題となる。

本判決は、公開買付けの趣旨について全く触れていない。ただし、須藤補足意見は「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所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、そのことによって証券取引市場の信用を確保しようとする制度」であると述べ、これは原審判決の判示とほぼ同じである⁽²²⁾。

このような公開買付けの理解から演繹すると、買付対象となる「株券等」の範囲は、市場外での大量の株券の取得が、その株券等の所有者の会社支配権や株価に重大な影響を及ぼし得るか否かによって決まるべきということになる。つまり、必ずしも株式の種類によって線引きできるものではなく、これは実質説的な理解になじむ。

実質説を明示的に否定しない本判決はもとより、須藤補足意見も文言解釈と本件免除規定の趣旨を根拠に限定説を採用していることから、公開買付規制の趣旨から実質説を導き出すべきとの主張に完全に蓋をしているわけではない。そのせいもあってか、本判決以後においても、ニュアンスの差はあっても、学説では実質説を支持する者が多い⁽²³⁾。本判決が、公開買付規制の趣旨にあえて触れな

かった理由を、「支配の変動に際して全株主に売却の機会を保障する」という要請を絶対視していないからだと評されることがある⁽²⁴⁾が、絶対的なものであれば例外など存在しないはずである。単に判示の結論に不可欠ではなかったか、意図せぬ憶測を生じさせないための深慮であろう⁽²⁵⁾。

そもそも、本件のような紛争が生じる原因は、わが国の公開買付規制が複数の種類株式を対象とした公開買付けを想定した規定を備えていなかったことによる⁽²⁶⁾。そんな中で、事業再編等の迅速化・手続の簡素化のために本件免除規定が導入され、それが一部の買取者によって利用され、「実務」として既成事実化したことが問題を複雑化させている⁽²⁷⁾。上述のように、本件免除規定を新設する際に、複数の種類株式が発行されている会社について、その一方の種類株式についてだけ買取者が市場外で買付けを行う場合についてまで想定して立法がなされていたとは考えられない。しかも、後述(下記(4))するように、これは定款による公開買付規制の緩和ないし任意法規化をもたらすものであるが、それに対する制度的な歯止めは存在しない。そこで、このような現状を解釈によって補充するという試みが「実質説」という名で登場することになるのである⁽²⁸⁾。

この点、海外の法制に目を向けると、公開買付けに際して全ての種類の株式の買付けを求める法制も存在する⁽²⁹⁾。それゆえ、複数の種類株式を対象とした公開買付けが成り立たないということはない。この点に関し、株式の種類が異なると価格差が生じるから、実質的に同じ権利内容の株式について買付けを要求する実質説は成り立たないとして、形式説を主張する見解⁽³⁰⁾があるが、これは的を射ていない。例えば、本件のC種類株式と普通株式をともに公開買付けの対象とする場合、両者が実質的に同じ権利内容だということならば価格差は生じないはずであるし、かり

に公開買付けによるか否かに利害を有するという点では共通するが、金銭評価は異なりうる2種類の株式について買取価格差が生じるとしても、それぞれの買取価格の決定・提示は、あくまで勧誘義務を負う買収者が判断する問題である。これに応じるかどうかは、それぞれの株主が個々の判断すればよいことであって、価格差が生じるから「一つの」公開買付けによることはできないということにはならない⁽³¹⁾。

このように、須藤補足意見および原審判決があげる公開買付規制の趣旨からすると、実質説が主張されることにも十分理由がある。わが国の公開買付規制には、種類株式を想定した規定が整備されていないという立法の不備があるとしても、公開買付規制の趣旨を重視して、法解釈によって補充すべきであり、またそれは可能であると考ええる。

エ) 私見

上述のように、事業再編等の迅速化・手続の簡素化という本件免除規定の趣旨からは、限定説を十分に正当化することはできない。他方で、原審判決は文言解釈としては不適切であり、当時の現行法の解釈としても限定説の方が自然である。

しかし、公開買付規制の趣旨からすると、立法論は言うまでもなく、解釈論としても、限定説かつ形式説を墨守することは不適切であり、その意味で、一般論としては実質説が妥当である。ただし、形式説と実質説は程度の差にすぎず、むしろ本件の事案において、実質説的な解釈を行わなかったことをどう評価するかが大事であると考ええる。

この点、本判決が限定説を採用したことは、当時の現行法の解釈としてはやむを得ないと言える部分もあるが、本件において、数ヶ月後に普通株式に転換可能なC種類株式は普通株式とほぼ同一の価値を有することからすれば、本件事案に対する解決方法として

の本判決の妥当性には疑問がある。

(4) 本判決の射程

ア) 平成18年改正との関係

上述のように、本判決は、もっぱら本件免除規定の趣旨に依拠して、「株券等」とは公開買付け対象の種類株式だけを意味するとの一般的な判示を行っている。本判決で問題となった適用除外の仕組みは、現在でも基本的に維持されている。したがって、本判決の判示は、現在の金商法の解釈としても妥当すると解される。

ただし、上述のように、平成18年改正により、市場外取引によって3分の2以上を取得する場合には、全部勧誘・買付義務が課されている。

そこでまず、買収者にこのような全部勧誘・買付義務が課される場合には、本判決で問題になった本件免除規定は適用されないもので、本判決の判旨が及ばないことは明らかである。そのため、本判決の射程が及ぶ範囲は、買収者が公開買付けによらず、市場外で対象会社の株券の3分の1以上3分の2未満を買い付ける場合に限られる。

また、本件は、Yが市場外で公開買付けによらずA社の株式を3分の2を超えて買い付けた事案であるが、このような場合、上述のように、現在の法制度のもとでは本件免除規定の適用はない。そのため、本件と同様の事実関係のもとにおいては、もはや買収者は本件免除規定を利用して公開買付けを回避することはできない。このことは、平成18年改正により、本判決のような利害調整のあり方が実質的に否定されたことを意味する。本件の判例評釈等においては、しばしば、(上述のように限定された範囲とはいえ)本判決が平成18年改正以降においても先例としての意義を有すると述べられているが、むしろ本判決のような解決方法は、平成18年改正の価値判断とは相容れないことこそが重要である

と考える。

イ) 定款自治による公開買付規制の緩和

本判決は、公開買付規制の適用の判断に当たって、会社法上の株式の種類を尊重している。それゆえ、本判決によれば、支配株主は、支配株主だけが所有する種類株式を用いることで、公開買付規制の適用を免れることができる。これにより、本件免除規定は、種類株式の利用と組み合わせることによって、公開買付規制という強行法規を任意法規化して定款自治のもとに置くことを許容するものであるとの見方が登場する⁽³²⁾。例外を一切認めない形式説の帰結は、このような定款自治による公開買付規制の緩和をもたらすことは明らかである。

このような種類株式を利用した公開買付規制の回避について、定款自治の限界が問題となるが、会社法は、種類株式発行段階での規制を置くにとどまっており⁽³³⁾、そこでは発行当時の当該種類株主の利害しか考慮に入れていない⁽³⁴⁾。しかも、そのような種類株式の所有者こそ、公開買付規制の回避にインセンティブを有する者⁽³⁵⁾であるから、種類株主総会等の会社法上の利害調整手法によって、公開買付規制の定款自治の限界を画することは困難である。このように考えると、この問題に対処できるのは、形式説における例外の弾力的運用ないし実質説の具体的な使用法に掛かっているといえる。

本件についていえば、上述のように、本判決は、本件事案に対する解決方法としては問題があるし、また、平成18年改正は本件のような事案についてまで定款自治を認めるべきではないとの態度決定をしたものと解すべきである。そして、定款自治のこのような使い方について、本判決が明確な意図をもって判断を下しているとは思えない。かりにそのような意図があるとするならば、それは後述する本件事案の特殊性を踏まえた結果である

う。

ウ) 本件の事案の特殊性

本件では、事業再生の過程で発行された種類株式の譲渡に、公開買付規制が適用されるか否かが問題となった。つまり、本件各買付けは、事業再生という特殊な局面で行われたものである。たしかにこのような局面では、須藤補足意見も言うように、事業再編等の迅速化・手続の簡素化という要請が尊重されるべきであり、経営難に陥った企業における事業再生のスポンサーに全部の種類株式の買付義務を負わせると、スポンサーが出資を差し控えることになり、事業再生にとっての支障となるおそれがある⁽³⁶⁾。

本判決は、そのような背景のもとに、「株券等」の範囲について限定説を採用し、論者によっては形式説と評価されるような判示を行っている点に留意すべきである。この問題は事業再生の成果の株主間の分配として捉えることができる⁽³⁷⁾が、一般に事業再生の成果は、経営難に陥った企業にリスクを負って投資するスポンサーが相応の分配を受けて然るべきであるといえる⁽³⁸⁾。本件では、公開買付けを回避することにより、そのような再配分が実現している⁽³⁹⁾。

しかし、このような株主間の不均衡は、経営難に陥っていない、一般的な状況の会社における公開買付けについてまで妥当するものではない。本判決が、形式説に立つとも実質説に立つとも述べず、公開買付規制の趣旨にも触れず、ただ本件免除規定の趣旨からのみ、限定説に立つことを一般的に述べるのは、そのような意味において理解すべきである⁽⁴⁰⁾。

注

(1) 本判決の評釈として以下のものがある。飯田秀総「本件判批」商事法務 1923号 (2011) 4頁、

- 黒野葉子「本件判批」月刊監査役582号(2011)63頁、若林泰伸「本件判批」平成22年度重要判例解説(ジュリスト1420号)(2011)145頁、黒沼悦郎「本件判批」金融・商事判例1366号(2011)2頁、加藤貴仁「本件判批」私法判例リマークス43号(2011)82頁、石丸将利「本件判批」ジュリスト1428号(2011)109頁、松岡啓祐「本件判批」速報判例解説9巻(2011)123頁、武井一浩「本件判批」金融・商事判例1353号(2011)1頁、楠元純一郎「本件判批」東洋法学55巻2号(2011)193頁。
- (2) 非限定説に立つ見解は存在しないと言われることがある(加藤・前掲判批注1)83頁)が、上村教授は、原審判決を妥当と評する(上村達男「コメント」日本経済新聞2008年11月24日朝刊14面)。
- (3) 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」金融法務事情1854号(2008)35頁。
- (4) 松尾拓也「会社法・金商法の実務質疑応答(14)-種類株式に対する公開買付規制の適用」商事法務1847号(2008)25頁。
- (5) 太田洋=中山達也「企業買収実務研究会報告(7)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)6-7頁、黒沼・前掲判批注(1)7頁。
- (6) 中東正文『公開買付制度』証券取引法研究会研究記録30号4頁(2009)[中東発言]、松岡・前掲判批注(1)126頁、若林・前掲判批注(1)146頁、楠元・前掲判批注(1)201頁。
- (7) 池田唯一=町田行人=大来志郎『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』97頁(商事法務、2007)、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】』107-113頁(有斐閣、2010)。
- (8) 中東・前掲書(6)24頁[黒沼発言]・29頁[神田発言]、太田ほか・前掲論文(5)7頁。
- (9) 黒野・前掲判批注(1)70頁
- (10) 加藤・前掲判批注(1)83頁。
- (11) 最高裁調査官による解説(石丸・前掲判批注(1)においても、本判決の理由づけを概観するに当たって、判旨一と判旨二後段が繋がるようにあえて順番を入れ替えているのは、判旨二前段の内容的な唐突さを示すものである。
- (12) 飯田・前掲判批注(1)10頁。
- (13) 飯田・前掲判批注(1)15頁。
- (14) 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等の改正の概要〔下〕」商事法務1663号(2003)26頁。
- (15) 飯田・前掲判批注(1)14頁、加藤・前掲判批注(1)84頁。
- (16) 飯田・前掲判批注(1)9頁、若林・前掲判批注(1)146頁。
- (17) 飯田・前掲判批注(1)14頁。証券取引法研究会編『平成15年の証券取引法の改正』13-15頁(商事法務、2004)。田中信隆「カネボウ控訴審判決の教訓」商事法務1852号(2008)7頁。
- (18) 黒野・前掲判批注(1)67・68頁。
- (19) 黒沼・前掲判批注(1)5頁。
- (20) 黒野・前掲判批注(1)68頁、黒沼・前掲注(1)5頁。
- (21) 須藤補足意見4。
- (22) 須藤補足意見と原審判決との違いについて、飯田・前掲判批注(1)18頁注(2)参照。
- (23) 実質的な判断がなされる余地があるとしてもそれは極めて限定的な場面に限られるとする見解(飯田・前掲判批注(1)15・16頁、加藤・前掲判批注(1)85頁、黒野・前掲判批注(1)70頁)も含めれば、実質説が多数説といえる。
- (24) 飯田・前掲判批注(1)13頁。
- (25) 武井・前掲判批注(1)1頁は、原審判決において「他への波及効果がありすぎる一刀両断の解釈が示されたことで、かえって最高裁での全面否定に繋がった面もある」とする。
- (26) このことが、学説において形式説を主張する見解の主要な論拠とされる(加藤・前掲判批注(1)84頁参照)が、上述(3(3)ア)のように、そもそも上場会社において特定の種類株式の所有者の同意により、強制公開買付規制の適用が免除されるというのが想定外なのである。
- (27) 立法段階で想定されていなかった利用法を実務が見出して既成事実化し、それが新たな利害対立の火種となるという点では、ToSTNeT取引を利用した「3分の1ルール」の潜脱や全部取得条項付種類株式による少数株主の締め出しの問題性と共通するものがある。
- (28) 公開買付規制が本質的には会社法マターである(江頭憲治郎「会社法制の将来展望」上村達男編『企業法制の現状と課題』125・126頁(日本評論

社、2009)) 以上、会社法の定款自治によってもたらされた弊害は、会社法的観点からの種類株式の実質的同一性の検証によって是正されるべきである。

- (29) 中東・前掲書注(6)10頁。
- (30) 中東・前掲書注(6)24頁 [黒沼発言]、黒沼・前掲判批注(1)7頁。なお、黒沼説については、証券取引法研究会・前掲注(17)14頁 [黒沼発言] も参照。
- (31) この場合、観念的には二つの公開買付けによるという考え方もある (池田ほか・前掲書注(7)90頁 [藤田発言])。
- (32) 飯田・前掲判批注(1)16頁、加藤・前掲判批注(1)85頁。
- (33) 太田=中山・前掲論文注(5)11頁は、種類株式を発行するための定款変更に係る株主総会決議に参加する機会が保障されていることで、一般株主の保護は足りると主張する。
- (34) 会社法サイドでは、株式の種類によって公開買付け規制の対象になるか否かが決まるという形での利害対立を調整する仕組みを用意していない。
- (35) 実際、本件においては、C種類株式を所有するB・Cの買取価格は1株201円、その直後に実施された普通株式を有するXらその他の株主の買取価格は1株162円であった。支配権プレミアムを別とすれば、C種類株式には本件各買付けの時点で議決権がなかったから、むしろC種類株式は普通株式よりもディスカウントされて然るべきであるところ、公開買付けを回避できたからこそ、このような価格差が生じたことは明らかである。
- (36) 須藤補足意見3。
- (37) 加藤・前掲判批注(1)85頁。
- (38) 楠元・前掲判批注(1)202頁。
- (39) 上述 (前掲注(35)) のような、本件におけるC種類株式と普通株式の買取価格の差は、事業再生の成果の配分によってしか説明することはできないだろう。
- (40) 楠元・前掲判批注(1)202頁。反対、飯田・前掲判批注(1)15頁。

[2012年5月21日 脱稿]