

● 実務問答金商法 第1回 ●

公開買付規制における「買付け等」の該当性

宮下 央 弁護士
谷口達哉 弁護士金商法・実務研究会 企画・監修
飯田秀総 東京大学准教授

● 設問 ●

以下のような取引は、公開買付規制における「買付け等」（金商法二七条の二第一項）に該当するか。

- 1 株式の貸借取引（賃借料が支払われるもの）
- 2 株式の現物配当（会社法に基づく剰余金の配当としての株式の交付）

● 凡例 ●

本稿では、法令名について以下の略語を用いる。
 金商法：金融商品取引法
 金商法施行令：金融商品取引法施行令
 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

● 回答 ●

1 消費貸借は、「買付け等」に該当する。貸借は、基本的に「買付け等」に該当しないが、ある取引が消費貸借であるか貸借であるかは

取引の実態に照らして判断する必要がある。

2 株式の現物配当のうち、株式の交付を受ける者の意思に基づき行われたと評価されるものについては、「買付け等」に該当する。

● 解説 ●

一 公開買付規制における「買付け等」の意義

金商法上、公開買付規制の適用対象となる「買付け等」とは、①「買付けその他の有償の譲受け」および②「これに類するものとして政令で定めるもの」をいうものとされている（金商法二七条の二第一項）。

設問にある1・2の取引は、いずれも②には該当しないため（金商法施行令六条三項および他社株府令二条の二）、①にいう「買付けその他の有償の譲受け」に該当するかが問題となる。

金融庁は、わが国における公開買付規制の趣旨を、会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引について透明性・公正性を確保する観点か

ら、当該証券取引に関する情報開示を徹底させるとともに、株主に公平な売却機会を付与するため、一定の証券取引について公開買付けにやらなければならないことを義務づけるものであると説明している（注一）。

そのため、「買付けその他の有償の譲受け」の意味を解釈するに当たっては、規定の文言だけではなく、わが国における公開買付規制の趣旨についての前記のような理解を踏まえて検討する（注二）。

二 設問1について

まず、株式の貸借取引において賃借料が支払われるとしても、当該株式の経済的価値全体の対価として支払われるものではないため、「有償」と評価することができるとはならない。

そもそも前記のような公開買付規制の趣旨に鑑みれば、「有償」であるか否かにかかわらず、会社支配権等に影響を及ぼすような証券取引であれば公開買付規制の適用を及ぼしてその透明性・公正性を確保すべきようにも思われるが、そうであるにもかかわらず「有償」性が求められていることからすると、前記の制度趣旨における「公平な売却機会」とは、支配権の異動等の際に、発行会社のすべての既存株主に公正な価格で売却する機会を与えようという意味ではなく、すべての既存株主に支配権の異動等に係る取引と同一の条件で取引に参加する機会を与え

るといふ意味であると考えられる(注三)(無償の贈与のようないかなる意味でも対価を伴わない取引については、当該取引と同一の条件で取引に参加する機会を与える意味がないため、公開買付規制の対象とならない)。

そうであるとするれば、公開買付規制において「有償」性が否定される取引とは、無償の贈与のようないかなる意味においても対価を伴わない取引を意味すると考えるべきであろう(注四)。

このように考えると、賃借料が支払われる株式貸借については、賃借料が株式それ自体の対価ではなかったとしても、対価を伴う取引であるため、「有償」性は肯定される。

次に、「譲受け」に該当するか否かについてで

あるが、実務上広く実施されている株式の貸借取引は、法律的には消費貸借と解されることが一般的と考えられており(注五)、この場合、貸借取引の対象となる株式の所有権は借主に移転し、借主は貸借期間経過後に同一種類・同一数量の株式を貸主に返還する義務を負うこととなる。

法律用語としての「譲渡」「譲受け」は、一般的に法的地位や権利を移転させることを意味すると考えられているため(注六)、前記のように株式の所有権が借主に移転することとなる以上、少なくとも形式的には消費貸借による貸借取引は「譲受け」という文言に合致する。

また、公開買付規制の趣旨に照らしてみ

「実務問答金商法」掲載に当たって

証券取引法が金融商品取引法となり、一〇年以上が経過した。その間には同法に関し、関係者相互の議論と交流が積み重ねられ、また幾度の法令改正を経て、それぞれの分野で多くの実務と研究が蓄積されたように思われる。他方、近時の情報技術の革新や新たな社会経済的要請により、同法に関わる領域が広がっており、今までにない論点が生み出されている。

「金商法・実務研究会」は、このような状況の下で、実務上の重要性が高く、悩ましい金商法上の論点について、各種ガイドライン、Q&A、パブリックコメント回答など行政解釈も十分に参照した上で合理的な解釈論を提示し、わが国における金商法実務のさらなる発展に貢献することを目的として、金商法法制と同法が適用される種々の分野の実務に精通した実務家が中心となって立ち上げられた。

その成果である本連載企画「実務問答金商法」は、研究会での議論と飯田秀総東京大学准教授による監修の上で、実務家メンバーである各執筆者がその見解を表すものである。

本連載は、原則として毎月一五日号の掲載を予定している。今後の連載にご期待いただきたい。

(編集部)

も、対象となる株式について借主が議決権等行使することが可能となる以上、会社支配権等に影響を及ぼす証券取引であるとして、当該証券取引の透明性・公正性を確保する必要性が高いといえよう。

この点について、貸借期間経過後に同一種類・同一数量の株式を貸主に返還する義務を負うことからすれば、会社支配権等に与える影響も限定的であるとして、公開買付規制の対象とする必要はないという見解も考えられなくはない。しかしながら、公開買付規制上の他の規定における取扱いをみても(注七)、会社支配権等の異動の期間が一時的であるということは公開買付規制の適用の有無において考慮されておらず、また、仮に株式の保有期間が短い場合であっても当該保有期間中に株主総会の基準日が到来するようなケースを想定すると、会社支配権等の異動の期間と会社支配権等に与える影響の大きさは必ずしも関連しないため、会社支配権等の異動の期間が一時的であることのみをもって消費貸借による貸借取引が「買付け等」に該当しないという結論が導かれるものではないと考えられる。

以上より、消費貸借による貸借取引は、「買付け等」に該当すると考えられる(注八)。

これに対して、実務上あまり利用される場面が想定されないものの、株式の貸借取引を賃貸借によって行うことも理論上は想定される。貸

貸借による場合、株式の所有権は借主に移転せず、その使用権原のみが借主に付与されることとなるが、使用権原の具体的内容は賃貸借契約の内容により定められるものと考えられる。

このように株式の所有権が借主に移転しない以上、形式的には賃貸借による貸借取引は、「譲受け」という文言に合致するとはいえず、基本的には「譲受け」に該当しないと考えられる(注九)。もつとも、前述の公開買付規制の趣旨に照らして考えれば、使用権原の内容として、借主に議決権等を行使する権限が付与されるような場合には、会社支配権等に影響を及ぼす証券取引といえるため、透明性・公正性を確保する必要のある取引といえる。思うに、借主に議決権行使権限を与えることを主たる目的とした貸借取引においては、借主が借り受けた株式そのものを返還しなければならぬものとする意味がないため、当事者間の合意の形式にかかわらず、公開買付規制上は消費貸借と評価すべき取引であることも多いと思われる。このように、当該貸借取引が消費貸借であるか賃貸借であるかは、契約の名称等にかかわらず、当該契約の目的等に照らして実質的に判断すべきである。

三 設問2について

株式の現物配当についても、当該現物配当が行われる時点では何らかの対価が支払われるも

のではないため、その「有償」性が認められるか否かが問題となる。しかしながら、現物配当を含む会社法四五三条に基づく剰余金の配当は、株主という発行会社に対する出資によって生じた地位に対して会社財産から支払いを受けられるものであるため、出資に対する対価という性質を有するといえ(注一〇)、「有償」の意味についての前述の理解からは、いかなる意味においても対価を伴わない取引とはいえず、「有償」性が認められると考えられる(注一一)。

もつとも、株式の現物配当については、発行会社の機関決定に基づいて行われるものであり、必ずしも取得者の意思に基づいて行われるものとは限らない。

わが国における公開買付規制は、(欧州型の公開買付制度と異なり)買付け等の後の株券等所有割合が一定の閾値を超える場合に、当該買付け等自体を公開買付けにより行わなければならないこととされているため、もし取得者の意思に基づかない株券等の取得についても公開買付規制が適用されるとすれば、事実上不可能を強いる結果を招きかねない。そのような不都合を回避する観点より、取得者の意思に基づかない株券等の取得については、公開買付規制の適用対象となる「買付け等」には該当しないと考えるのが相当である(注一二)。

したがって、株式の現物配当についても、発行会社の機関決定に基づいて行われるものであ

る以上は、通常は「買付け等」に該当しないと考えられるが、以下のような場合には、取得者の意思に基づくものとして、「買付け等」に該当する余地があると考えられる(注一三)(最終的には個別の事案における事実関係によるものであり、以下は、類型的な整理である)。

- ① 取締役会決議に基づく現物配当の場合
 - (i) 支配株主が取締役をして取締役会決議を行わせたと評価し得るような場合や(ii) 近いうちに現物配当がなされることを知って株式を取得したような場合

- ② 株主総会決議に基づく現物配当の場合
 - (i) 自ら株主総会に提案し、または、会社をしてそのような提案をさせたと評価でき、かつ、当該株主総会決議の結果を左右し得るような支配的な株主である場合(仮に当該株主総会決議に賛成の議決権を行使したとしても、そのことのみをもって「買付け等」に該当することにはならない)や(ii) 近いうちに現物配当がなされることを知って株式を取得したような場合

なお、いずれのケースにおいても、会社法上の金銭分配請求権を行使しなかったことのみをもって「買付け等」に該当することにはならないと考えられる(注一四)。

(注一) 各種の金融庁公表資料。また、法令の立案担当者らによる池田唯一・大来志郎・町田行人編著『新しい公開買付制度と大量保有報告制

度」(商事法務、二〇〇七)二七頁参照。

(注二) たとえば、金商法上、インサイダー取引規制の適用対象となる取引についても、同様に「その他の有償の譲受け」との文言が用いられているが(同法一六六条一項)、その範囲についてはインサイダー取引規制の趣旨との関係で画されるべきものと考えられ、必ずしも公開買付規制における「その他の有償の譲受け」と同一となるものではないと考えられる(岩原紳作「株と自己株式の処分」岩原紳作・山下友信・神田秀樹編集代表『会社・金融・法(上巻)』(商事法務、二〇一三)四三四頁)。

(注三) これに対して、欧州の公開買付制度においては、会社の支配に変更がある場合、すべての株主に公正な価格で売却する機会が付与されるべきとの基本的な考え方が採用されており、その帰結として、閾値を超えた際の取得対価にかかわらず、一定価格以上の買付価格による公開買付けを行わなければならないこととされている(いわゆる最低価格規制)(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」本誌一九一〇号(二〇一〇)一八頁)。

(注四) 前記のような制度趣旨に対する理解を前提にすると、他の株主に取引に参加させる意味がおよそない場合(いかなる意味でも対価を伴わない取引)には公開買付規制を及ぼすべきではないということになるが、たとえば、特定物を対価とする交換のように、対価を伴うにもかかわらず(取引に参加する機会を与えるべきであるにもかかわらず)他の株主を取引に参加さ

せることが物理的または法的にできないにすぎないような場合には、公開買付規制を及ぼすべき(結果的に当該取引を行うことはできない)ということになる。

(注五) 岩原・前掲(注二)四二五頁。

(注六) 法令用語研究会編『法律用語辞典(第三版)』(有斐閣、二〇〇六)一三七四頁。

(注七) たとえば、コミットメント型ライツ・オフアリングにおいて割り当てられた新株予約権を行使した株主は、当該行使により交付される株式を株券等所有割合に算入する必要があり(他社株券令八条三項一号参照)、かつ、当該行使に際して発行会社の有する株式が交付される場合には、「買付け等」に該当することとされている(金商法二七条の二第一項ただし書、他社株券令二条の二の二参照)。このような取扱いは、コミットメント型ライツ・オフアリングにおいては行使期間の満了までに株券等所有割合が元の割合に戻るとしても、たとえ一時的であるにせよ現実に議決権の割合が高くなるという事実を無視する取扱いをすることは公開買付規制の趣旨に反するとの観点に基づくものと説明されている(小長谷章人・芝章浩「ライツ・オフアリング(上)——開示規制関連」本誌一九六一号(二〇一二)二六頁)。

(注八) ただし、たとえば、証券会社がプライムブローガレッジ業務の一環として顧客に対して貸株を行うことを目的として消費貸借により借株を行うような場面においては、当該証券会社が一時的に当該株式を所有することとなったとしても、当該所有の期間がきわめて短期間であ

り、当該期間中に議決権等を行使する意向が一切ないような場合も考えられる。このように、当該消費貸借による貸借取引は実質的に顧客と原貸主の間の貸借取引を仲介しているにすぎないものと認められるような場合には、実質的にみて「買付け等」に該当しないと解釈すべきケースも存在すると考えられる。

(注九) このような結論は、消費貸借が「買付け等」に該当すると解されることとの関係でアンバランスであるようにも感じられるが、株式の異動を一切伴わずに議決権行使権限のみを付与するような場合、それに対して対価が支払われたとしても「買付け等」に該当しないことは明らかであるため、貸借借についても、公開買付規制の適用範囲の限界の問題としてやむを得ないところといえようか。

(注一〇) 自ら発行会社に対して出資した当初の株主以外の株主も、株式の取得を通じて、当初株主が出資を行ったことにより取得した地位を承継したものと評価することができる。なお、このような考え方を前提とする限り、無償の贈与により既存株主から株式を取得した場合であっても、その後に行われる現物配当の「有償」性に影響を及ぼすものではないと考えられる。(注一一) 三井秀範・土本一郎編『詳説 公開買付制度・大量保有報告制度Q&A』(商事法務二〇一一)一九頁は、組合の解散に伴う残余の組合財産の分配としての株券等の取得について、「残余財産の分配は、組合に対する出資によって取得した地位に対して行われるものである」ことを理由にその有償性を肯定している。

また、ファンドの現物分配の有償性を肯定するものとして中村聡「集団投資スキームに関する規制について」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』（日本証券経済研究所、二〇〇七）七四頁。さらに、株式会社における現物配当の有償性を肯定する見解を示唆するものとして、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、二〇一〇）一五二頁（松尾直彦発言）。

（注一二）金融庁が公表する「株券等の公開買付けに関するQ&A」問六においても、同様の考え方が採用されている（三井〓土本・前掲（注一一）一八頁）。また、条文中も、「買付けその他の有償の譲受け」として、「買付け」がその例示として掲げられており、「買付け」は典型的には取得者の意思に基づく取引類型であるといえることから、基本的には取得者の意思に基づく取引のみが「買付け等」に該当すると想定されているともいえるように思われる。

（注一三）なお、仮に支配株主が現物配当により株券等を取得する行為が「買付け等」に該当するとしても、一年以上継続して形式的特別関係者の関係にある者からの買付け等については、公開買付規制の適用が除外されているため（金商法二七条の二第一項ただし書、他社株府令三条）、当該取得行為がかかる要件を充足している限り、結果として公開買付規制の適用対象とはならない。逆にいえば、「買付け等」に該当するかどうかの問題となるのは、前記のような適用除外には該当しない、限定的な状況の下での現物配当ということになる。

（注一四）「株券等の公開買付けに関するQ&A」問六においても、「現物によることを業務執行組合員等が裁量により決定した場合に、当該組合員が金銭により分配することを求めることができるに過ぎない場合」は「買付け等」には該当しないと整理している（三井〓土本・前掲（注一一）一八頁）。

（みやした・おおたにぐち・たつや）

● 予告 ●
第二回は、中村慎二弁護士による「有価証券報告書の提出義務——金商法二四一条一項関係（仮題）」を予定しています。（編集部）

「法律相談室」のご案内

—12月の定例法律相談日—

弊会会員の方を対象とした「法律相談室」の開催について、下記のとおりご案内いたします。

<12月> 12月6日（木） 12月20日（木）

いずれも午後2時からの開催を予定しています。法律相談日の1週間前までに質問内容を事前に文書でご提出願ひ、弊会にお越しいただき、法律相談を行います（1件当たりの相談時間は、30分～1時間以内。相談の秘密を厳守）。

《お問い合わせ先》

公益社団法人商事法務研究会 〒103-0025 東京都中央区日本橋茅場町3-9-10

会員サービス部 電話03-5614-5637 FAX03-5643-7186

電子メールsodan@shojihomu.or.jp