

# 企業買収法制のあり方と今後の展望<sup>※</sup>

— 制度設計への視座 —

仮 屋 広 郷<sup>※※</sup>

- I はじめに
- II 企業買収法制の2つのモデル：イギリス型とアメリカ型
  - 1 はじめに
  - 2 イギリス型
  - 3 アメリカ型
  - 4 まとめ
- III 日本の企業買収法制
  - 1 公開買付規制
  - 2 買収防衛策規制
- IV 今後の展望：制度設計への視座

---

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第11巻第1号2012年3月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科は、日本学術振興会の委託に基づいて、2007年度から、中国人民大学法学院・釜山大学校法科大学との連携プロジェクト「東アジアにおける法の継受と創造——東アジア共通法の基盤形成に向けて——」（コーディネーター：水林彪元本学法学研究科教授〔2007年度～2010年度〕・松本恒雄本学法学研究科教授〔2011年度〕）を行ってきました。

このプロジェクトの一環として、2011年12月3日・4日には、国際シンポジウム「東アジア結合企業法制の現代的諸問題」が一橋大学において開催されましたが、このシンポジウムの第2セッション「企業結合形成過程のルール（公開買付規制・買収防衛策規制）のあり方と今後の展望」の日本側の報告として、本稿は準備されたものです。大変お忙しい中、第2セッションのコメンテータとしてご参加いただき、貴重なコメントをいただいた徳本穰教授（筑波大学法科大学院）に心から御礼を申し上げます。

また、3カ国の間を何度も行き来され、本プロジェクトのための調整をされた布井千博教授（本学国際企業戦略研究科）のサポートと、酒井太郎准教授（本学法学研究科）の粉骨砕身のご尽力がなければ、本シンポジウムは実現しなかったと思います。お二人にも心より感謝致します。

※※ 一橋大学大学院法学研究科教授

## I はじめに

本稿は、結合企業を形成するための1つの手段である企業買収に着目する。

現在、日本の経済が停滞し、国際競争力が低下する中<sup>1)</sup>、企業の国際競争力強化のために、M&Aの活発化が提唱されているが、これは、M&Aの利用による外部経営資源の迅速な取得とその有効活用を狙った成長戦略の提案である<sup>2)</sup>。この提案は、企業買収が、スピーディで効果的な資源配分の手段であり<sup>3)</sup>、社会経済の変化に応じて企業の境界を設定し直し、その社会における組織の均衡をより効率的なポイントに導く役割を果たす機能をもつ<sup>4)</sup>ことに着目しているといえる。

このような成長戦略を提示する論者は、わが国経済の繁栄という観点から、企業法制のあり方を検討しているわけであるが<sup>5)</sup>、国の経済成長や競争力の観点から企業法制のあり方を考えることは、近時、世界的なトレンドとなっており<sup>6)</sup>、その背景には、ここ20年ほどの間、各国のコーポレート・ガバナンスや会社法制に関する比較研究が、世界的に盛んになっていることの影響がある<sup>7)</sup>。

本稿が、企業買収に着目するのは、上記のとおり、M&A法制への関心が高まっているからであるが、日本のM&A法制は、アメリカはもとより、EU各国の法制も視野に入れつつその整備が検討されており<sup>8)</sup>、M&A法制の比較研究を行う際には、公開買付規制と買収防衛策規制を一体的に考察すべきことが共通認識となっているところである<sup>9)</sup>。そこで、本稿では、公開買付規制と買収防衛策規制を相関的に捉え、両者を一体として考えたルールを、企業買収法制と呼ぶことにする。そして、企業買収法制のモデルは、大きくイギリス型とアメリカ型に分けることができ<sup>10)</sup>、日本の企業買収法制が、しばしばそれら2つの型の中間に位置づけられることや<sup>11)</sup>、この共同研究事業の総論としてのテーマが、「東アジアにおける法の継受と創造」であることを踏まえ<sup>12)</sup>、本稿では、イギリス型とアメリカ型との対比において、日本の企業買収法制の現在の立ち位置を確認し、今後の制度のあり方を考えてみたい<sup>13)</sup>。

---

1) 国際経営開発研究所 (IMD: International Institute for Management Development) が公表している国際競争力ランキングを見ると、かつては1位の座も占めたことがある日本

の2011年の順位は26位である (<http://www.imd.org/research/publications/wcy/upload/scoreboard.pdf> 参照)。また、世界経済フォーラムの「国際競争力レポート2011-2012年版」においては、前年度よりも3つ順位を下げて、9位となっている ([http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GCR\\_CountryProfileHighlights\\_2011-12.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GCR_CountryProfileHighlights_2011-12.pdf) 参照)。

- 2) 経済産業省「今後の企業法制の在り方について」(2010年)3頁参照。また、武井一浩「日本の経済成長への企業法制の役割・責任——マクロ経済成長戦略に適用ミクロの企業法制——」商事法務1931号(2011年)14頁以下、16頁も、成長戦略として、グローバル製造業がグローバル競争に勝っていけるよう、M&A等を活発化させるべきことを述べる。

なお、2011年には、国際競争力の強化のための産業再編・M&Aの促進等を目的として、「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」(産活法)が改正され、自社株対価TOBの利用にとって会社法上の障害であった有利発行規制や現物出資規制の適用回避を可能とする支援措置などが講じられた。改正産活法による支援措置については、藤田知也「改正産活法における会社法特例措置の概要」商事法務1933号(2011年)26頁以下、森規光＝田端公実＝持田恵梨＝鈴木康平「改正産活法における会社法特例措置の概要」MARR2011年10月号26頁以下を参照。

- 3) Hideki Kanda, Takeover Defenses and the Role of Law in Japan, 2 UT Soft Law Review 2, 2 (2010).
- 4) たとえば、現代社会においては、技術の開発・進化の速度が早く、従来は事業の結合によって範囲の経済(economies of scope)の源泉になるとは予想もされなかった企業間に、それが生じる可能性があるが、その場合に、ある企業が買収というツールを活用して、範囲の経済を実現するようなことを想起されたい。Ronald J. Gilson, The Poison Pill in Japan: The Missing Infrastructure, 2004 Colum. Bus. L. Rev. 21, 28 (2004).
- 5) 経済産業省・前掲注2)、武井・前掲注2)参照。
- 6) 神田秀樹「会社法改正の国際的背景」商事法務1574号(2000年)11頁以下、12頁参照。また、神田教授は、会社法だけで国の経済を左右するということはありませんので、過大評価はできないことに注意を促されつつも、日本だけではなく、最近の流れとして、「会社法というのは私人間の利害を調整するルールである」という基本を超えて、「国の経済に資する、それをサポートする制度である」という認識のもとでコーポレート・ガバナンスが議論されており、「会社法の良し悪し」が「企業の良し悪し」を通じて、「国の経済の良し悪し」に影響を与えようという従来の純粹の法律家的視点にはなかった観点から、会社法が位置づけられつつあることを指摘されている(神田秀樹＝相澤哲(対談)「会社法の『見えざる構造』」新会社法A2Z第15号(2006年)6頁以下、18頁(神田秀樹発言)、神田秀樹「新会社法と信託制度」信託227号(2006年)104頁以下、114頁～115頁参照)。

なお、中村直人「実務からみた商法・会社法の立法過程と会社法制の見直し——『会社法の選択』を読んで——」商事法務1919号(2010年)11頁以下、14頁は、「経済活性化のために、平成九年以降、規制緩和の改正を繰り返してきたのであるが、現在再び景気低迷に襲われているのであるから、会社法が経済の活性化に与える力が限定的であることがわかる」とする。

- 7) 近年、アメリカでは、グローバリゼーションや会社法研究における実証研究重視の傾向を背景に、コーポレート・ガバナンスの比較研究が精力的に行われている(Donald C. Clarke, "Nothing But Wind"? The Past and Future of Comparative Corporate Governance, 59 Am. J. Comp. L. 75, 76 (2011).)。この比較研究は、1990年代になってから盛ん

になったが、そこでは、競争優位性を持つコーポレート・ガバナンスの型は存在するか、存在するとすれば、各国のコーポレート・ガバナンスはそれに収斂するのか、という問いに、多くの関心が寄せられてきた (Id. at 84)。そして、2001年には、有力な研究者が、アメリカ型のコーポレート・ガバナンスがイデオロギー的にも競争性の観点からも魅力あるものであることは議論の余地がないとして、アメリカ型のコーポレート・ガバナンス・システムへの収斂テーゼとでもいうべき主張をしている (Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Geo. L. J.* 439, 445 (2001))。なお、拙稿「会社法の歴史の終わり？」一橋法学2巻3号(2003年)401頁以下は、同論文の内容を紹介しつつ、同論文のメタ・レベルでの思想を批判的に検討している)が、議論は決着していない。たとえば、経路依存性 (path dependency) を強調して、一つの型への収斂に懐疑的な立場をとる論考として、Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 *Stan. L. Rev.* 127 (1999) がある (本論文は、井村進哉「企業ガバナンスの多様性について——非収斂説としての経路依存性仮説の検討を中心に——」渋谷博史=首藤恵=井村進哉編『アメリカ型企業ガバナンス：構造と国際的インパクト』所収155頁以下(東京大学出版会、2002年)で、詳細に紹介されている)。

なお、収斂論は、1990年代の後半から発表され始めた4人の経済学者 (Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny) による一連の研究 (Rafael La Porta et al., *Law and Finance*, 106 *J. Pol. Econ.* 1113 (1998); Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around the World*, 54 *J. Fin.* 471 (1999); Rafael La Porta et al., *Investor Protection and Corporate Governance* 58 *J. Fin. Econ.* 3 (2000) 等を参照。彼らの研究は、宍戸善一『動機付けの仕組みとしての企業：インセンティブ・システムの法制度論』(有斐閣、2006年)244頁~252頁で紹介・検討されている)から重大な影響を受けていると指摘されているが (Brett H. McDonnell, *Convergence in Corporate Governance—Possible, But Not Desirable*, 47 *Vill. L. Rev.* 341, 348 (2002))、投資者保護法制の充実と資本市場の発展との間には正の相関があることを主張した彼らの研究は、ヨーロッパの会社法改正論議に大きな影響を与え (神田・前掲注6) 商事法務1574号12頁)、また、従来より経済発展に対する法システムの重要性を説いていた世界銀行の政策を後押しするなど、広範囲の政策担当者に多大な影響を及ぼしているようである (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor, *Law & Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World* 20 (2008))。

近時、経済発展にとって「法律が意味を持つ (law matters)」という認識が広がりを見せ、わが国においても「法は、社会・経済の重要な制度的インフラストラクチャーのひとつである」(神田秀樹『会社法入門』(岩波新書、2006年)ii頁)といわれる背景には、以上のようなことがある (本注と関連して、前掲注6) も参照されたい)。

もともと、こうした背景のもと、国の経済成長や競争性の観点から制度改革を進めようとする論者は、イギリス・アメリカを参照点とし、「アングロ・アメリカ的な金融主導型の成長モデルは正しい (最適である)」という暗黙の仮定を前提とした制度設計の流れを作ってしまうがちであることに注意しなければならない。金融主導型の経済成長は、アングロ・サクソン諸国に特有な社会的構図のもとで、しかも、短期間にしか成立しえないものであるという可能性も払拭しきれない——リーマン・ショック以降、このような見方が勢いを得ている——のであり、日本を含めたそれ以外の国々にとって、金融主導型の成長モデルが有効かどうかは十分検討してみる必要がある。たとえば、ロバート・ボワイエ (山田鋭夫=坂口明義=原田裕治監訳)『金融資本主義の崩壊——市場絶対主義を越え

- て』(藤原書店、2011年)を参照。また、岩井克人=佐藤孝弘『IFRSに異議あり：国際会計基準の品質を問う』(日本経済新聞社、2011年)125頁～128頁は、IFRSという国際的な会計ルール形成に対して、日本も国家としての戦略的な対応を考えていく必要があることを述べている——その背景には、IFRSは、製造業をはじめとした有形固定資産の比率が高い業種を多く抱える国(日本が今後も技術立国を目指すのであればこちらの側に立つ)ではなく、イギリスのように金融業中心の産業構造を持つ国にとって有利な基準であることがある——が、こうした主張も、一定程度同じ問題意識を共有しているといえよう。
- 8) 奈須野太「企業関連法制度の重点課題——変化に対応できる会社のあり方の模索——」商事法務1887号(2010年)52頁以下、53頁～54頁参照。ヨーロッパに目が向けられる背景には、1990年代後半以降、世界のTOBの主戦場がヨーロッパとなり(藤田勉『上場会社法制の国際比較』(中央経済社、2010年)175頁)、2004年に企業買収指令(Directive 2004/25/EC of the european parliament and of the council of 21 April 2004 on takeover bids)が採択され、EU加盟国において、この指令に基づく国内法の整備が進められたことなどがある。なお、神田秀樹教授を座長とする「英国M&A研究会」・「ヨーロッパM&A研究会」が、「英国M&A研究会報告書」(日本証券経済研究所、2009年)(<http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/09070701.pdf>)・「ヨーロッパM&A研究会報告書」(日本証券経済研究所、2010年)(<http://www.jsri.or.jp/web/publish/other/pdf/005.pdf>)を公表しているが、この研究会には、経済産業省・金融庁・法務省の政策担当者も参加している。
- 9) Tomotaka Fujita, *The Takeover Regulation in Japan: Peculiar Developments in the Mandatory Offer Rule*, 3 UT Soft L. Rev. 24, 24 (2011). 宍戸善一「企業における動機付け交渉と法制度の役割」宍戸善一編『「企業法」改革の論理：インセンティブ・システムの制度設計』(日本経済新聞出版社、2011年)1頁以下、29頁は、経営者のオートノミーと株主のモニタリング権限のバランスをとることの重要性を強調し、その観点から、公開買付規制と買収防衛策規制を一体的に考察すべきことを説いている。また、宍戸善一=柳川範之=大崎貞和『公開会社法を問う』(日本経済新聞出版社、2010年)169頁(宍戸善一発言)、徳本稜「主要目的理論の適用とその限界——敵対的企業買収に対する対抗措置の局面に焦点を合わせて——」石山卓磨先生=上村達男先生還暦記念論文集『比較企業法の現在——その理論と課題』(成文堂、2011年)133頁以下、148頁注35も参照。なお、Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions*, in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 225 (2nd ed., 2009)は、支配権が移転するときの様々なエージェンシー問題に、各国が、公開買付規制と買収防衛策規制の組み合わせによって、いかに対応しているかを機能的に分析している。この論考は、初版(2004年)の内容を大きく改訂しているが、公開買付規制と買収防衛策規制を一体として扱う分析の視点は変わらない。本稿では、初版の論考をDavies & Hopt No.1と、2版の論考をDavies & Hopt No.2と引用する。なお、前者の翻訳が、布井千博監訳『会社法の解剖学：比較法的&機能的アプローチ』(レクシスネクシス・ジャパン、2009年)に所収されている。
- 10) Davies & Hopt No.1, *supra* note 9, at 164は、支配権の移転についての決定権の配分(支配権の移転を決定するのは株主のみか、それとも、株主・経営者の両者が決定にかかわるか)という観点から、企業買収法制のモデルを、アメリカ型とイギリス型に分類している。この点は、Davies & Hopt No.2, *supra* note 9においても同様である(Id. at 233, 238)。また、宍戸・前掲注7)279頁は、企業買収法制のモデルは、大きくデラウエア

(アメリカ)型とシティ・コード(イギリス)型の2つに分かれるとする。

- 11) 宍戸=柳川=大崎・前掲注9) 169頁~174頁(宍戸善一発言)は、世界の企業買収法制は、アメリカ型・イギリス型・日本型のだいたい3つに分けられるとしたうえで、日本型は、買収者の行為規制についてはアメリカ型とイギリス型の中間に位置し(最近の議論はイギリス型を志向)、経営者の行為規制についてはアメリカ型であるとする(宍戸・前掲注7) 281頁、宍戸・前掲注9) 29頁も参照)。Kenichi Osugi, What is Converging?: Rules on Hostile Takeovers in Japan and the Convergence Debate, 9 Asian-Pac. L. & Pol'y J. 143, 155 (2007) (以下、Osugi No.1と引用する)も日本の企業買収法制をアメリカ型とイギリス型の中間に位置づけるが、ややアメリカ型に近いと評価する。なお、大杉教授は、企業買収法制を機能的に観察され、日本の法制は、イギリス型に向かいつつあると見る余地もあるが(Osugi No.1 at 160)、アメリカ型・イギリス型という法制の形式的な型の違いは重要ではなく、日本の法制は、機能的に見ればどちらの型の規制にも共通する特徴を備えようとしているとされている(Kenichi Osugi, Transplanting Poison Pills in Foreign Soil: Japan's Experiment, in Hideki Kanda, Kon-Sik Kim & Curtis J. Milhaupt eds., Transforming Corporate Governance in East Asia, 36, 43 (2008). 以下、Osugi No.2と引用する)。

また、Davies & Hopt No.2, supra note 9, at 231は、日本の企業買収法制は発展の途上にあるので、類型化は困難であるとしつつも、日本は、アメリカ型とヨーロッパ型(企業買収指令〔前掲注8〕)はイギリス型に依拠している。宍戸・前掲注7) 284頁注37とDavies & Hopt No.1, supra note 9, at 164 n.32参照)の中間に位置するとする。

なお、藤田勉・前掲注8) 177頁~178頁は、ヨーロッパの公開買付規制は、M&A規制であり、アメリカの公開買付規制は情報開示規制である点で、規制の基本哲学が異なるが、日本の公開買付規制は、情報開示規制を基本としつつ、たびたびの改正でM&A規制の色彩を強めてきたとする。

- 12) 本研究事業の研究上の目標は、次の3つの柱から構成される。すなわち、①日中韓における西欧法継受の歴史研究、②日中韓3国の法の現状分析、③東アジア共通法の基盤形成に向けての提言、である。
- 13) 「結合企業法制」というシンポジウムのテーマとの関わりで若干付言しておく。

結合企業法制の基本問題としては、従属会社の少数株主・債権者保護がまず頭に浮かぶ(川浜昇「企業結合と法」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の企業7:企業と法』(1998年) 87頁以下、100頁)。この問題に対しては、支配従属関係確立後の運営に対して継続的に規制をかけていくというアプローチがありうる(たとえば、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣、1995年)第1章を参照)。

他方、支配従属関係が形成される時点で問題への対応を図るというアプローチもあり得る。日本では、今般の会社法制の見直し作業において、新しく親子会社関係が生じる際に、子会社の少数株主に退出機会を保障する制度が検討されたが(中東正文「企業結合」商事法務1940号(2011年) 31頁以下、38頁、後掲注53)参照)、これは、まさにそうしたアプローチである。

本稿は、上記の結合企業法制の基本問題に特化した検討を行うものではないが、企業買収においては支配権の移動に伴って支配従属関係が形成されることから、問題意識が重なる面がある。たとえば、後述の公開買付規制における全部買付義務は、少数株主保護の観点から、上の2つ目のアプローチと問題意識を共有している制度である。また、買収防衛策についても、会社支配権が確立された後の会社利益の侵害が予見できる場合や、その蓋然性が相当程度見込まれる場合に、事前に濫用的買収として抑止することにより、コーポ

レート・ガバナンスの適正を保全する面があるので(鬼頭季郎「敵対的企業買収・合併に対する防衛策の裁判上の諸問題」法曹時報60巻12号(2008年)1頁以下、15頁参照)、その意味において、2つ目のアプローチと同じ問題意識を共有しているといえる。

## II 企業買収法制の2つのモデル：イギリス型とアメリカ型

### 1 はじめに

ここでは、企業買収法制のモデルの典型である、イギリス型とアメリカ型の特徴を確認する。まず、イギリス型の特徴的な法制を概観したのち、それとの対比でアメリカ型の法制を見ることにする。

### 2 イギリス型

イギリス型の企業買収法制<sup>14)</sup>の一番の特徴は、ある者が、ある会社の30%以上の議決権を取得した場合(市場内買付や新株発行の割当てを受ける場合を含む)、すべての株主に対してオファーを行い、応募があったすべての株式を取得する必要があり(全部勧誘義務・全部買付義務)、その際、50%超の議決権を取得するに至らない場合には、1株も取得できないのが原則とされている点である。このように、30%以上の議決権を取得した者は、公開買付の実施が義務づけられるわけであるが、その際の買付価格は、原則として、過去12ヶ月間または買付期間中の対象会社株式の取得において支払った最高の価格を下回ってはならない(最低価格規制)<sup>15)</sup>。

こうした規制は、少数株主の保護手段として位置づけられている。すなわち、この制度は、支配権が移転する場面においては、少数株主は、公平な価格で売却する機会を与えられるべきであるという理念に基づくものである<sup>16)</sup>。

なお、公開買付規制について付け加えておくと、イギリスでは、公開買付期間終了までに買付の条件が満たされた場合、または、買付者が条件を満たしたと宣言した場合、買付者は、原則として、公開買付期間終了から14日を下回らない期間応じる必要があるとされ<sup>17)</sup>、公開買付が成功した場合の残余の少数株主に再度退出の機会を認めている<sup>18)</sup>。

公開買付規制から買収防衛策規制に目を転じると、イギリスでは、経営者によ

る買収防衛策の行使について厳しい制限が課されており、「オファーの進行中、または、真正なオファーが差し迫っていると信じる理由がある場合には、対象会社の取締役会は、株主総会の承認がない限り、オファーもしくはありうる真正なオファーを目的不達成に至らしめ、または株主がそのオファーのメリットにつき判断する機会を与えられない結果になるようないかなる行為もしてはならない」とされている<sup>19)</sup>。つまり、買収の局面において、対象会社の取締役会は、買収防衛策をとることが原則として禁止されるのである（中立義務<sup>20)</sup>）。

イギリスの法制においては、買収提案（公開買付における買付の申込み）の是非について判断する権利は株主のみに帰属させるという選択がされており<sup>21)</sup>、シティ・コードの一般原則（general principles）3は、対象会社の取締役会が、株主から買収提案の是非について判断する機会を奪ってはならない旨を定めている。この原則が実効的に実現されるには、株主が買収提案を自由に承認できるだけでなく、買収者が、株主に対して、自由に買収提案を提示できる必要があるため<sup>22)</sup>、取締役会は、取締役会限りの判断で買収防衛策を行使できないこととされているのである。

### 3 アメリカ型

アメリカの企業買収法制には、連邦法と州会社法が関係してくるが、本稿がアメリカ型と呼ぶ企業買収法制の特徴は、連邦法で行われている公開買付規制と、アメリカ会社法を代表するといえるデラウェア州の買収防衛策規制をセットで見た場合のものである。

アメリカにおいては、公開買付に該当する取引は、一定の規制に服するが、いかなる取引が公開買付規制の対象になるかについての明文規定はない。そのため、公開買付に当たる取引とされるかどうかは、判例上、SECが提唱した8要素基準によって判断されるが<sup>23)</sup>、イギリスとの比較において興味深いのは、支配権変動の有無を決定的な基準として公開買付規制が適用されるわけではない点である<sup>24)</sup>。2で見たとおり、イギリスの公開買付規制は、支配権の移動に関わる株式取得規制となっており<sup>25)</sup>、ある者が、支配権が移転するような議決権割合（30%）を取得すると、公開買付が義務づけられることになる。これに対し、アメリ



カでは、買収者がある一定割合を超える議決権を取得する際に公開買付義務が課されることはない<sup>26)</sup>、部分的公開買付も認められる<sup>27)</sup>。

アメリカの公開買付規制は、1968年に制定されたウイリアムズ法に始まるが、ウイリアムズ法制定の目的は、公開買付に直面した投資家が、十分な情報に基づいて当該公開買付に応じるか否かの判断ができるようにすることにあった<sup>28)</sup>。つまり、アメリカの公開買付規制は、基本的に情報開示の充実を目的としている<sup>29)</sup>。

2で確認したとおり、イギリスでは、公開買付規制は少数株主を保護するための制度だと考えられているので、アメリカとイギリスでは、公開買付規制は何のためにあるのかという制度の位置づけ方が異なっていることが分かる。アメリカとイギリスの公開買付規制の差は、これに起因するところがあると思われる。

なお、ウイリアムズ法は敵対的な公開買付に対抗する取締役会の行為を規制してはならず、その規制は、州の裁判所に委ねられている。そして、アメリカの主要な企業はデラウエア州法に準拠して設立されていることから、そうした会社の取締役が服する買収防衛策規制は、結局、同州の判例法ということになる<sup>30)</sup>。

デラウエア州の買収防衛策規制の一環をなすランドマーク的な判例の一つにユノカル判決がある<sup>31)</sup>。このケースにおいて、デラウエア州最高裁判所は、取締役会は、買収提案が会社・株主にとって最高の利益をもたらすか否かを検討する必要があるとし、その判断について、原則として経営判断原則の適用を認めた。ただし、企業買収のコンテキストにおいては、取締役会が、会社・株主のためではなく、自己利益のために行動するという危険が常に存在するため、経営判断原則による保護が与えられる前に、裁判所によって精査される高度な義務(enhanced duty)が尽くされる必要があるとし、この義務が尽くされたと判断されるには、①取締役会が会社の政策と効率に対する脅威が存在していると信じるに足る合理的な根拠を有していたことと、②防衛手段が直面している脅威に対して相当な程度のものであることの2つの要件を満たす必要があるとした(ユノカル基準)<sup>32)</sup>。

ユノカル基準は、イギリスの買収防衛策規制のアプローチとは対照的である<sup>33)</sup>。なぜなら、イギリスにおいては、取締役会に厳格な中立性が求められて

おり、取締役会は、株主総会の承認を得ることなく買収防衛策をとることができないが（上記2参照）、ユノカル基準では、①会社に対する脅威と、②防衛手段の相当性を、対象会社の取締役会の側で証明する必要があるものの<sup>34)</sup>、取締役会限りの判断で買収防衛策をとることを認めているからである。

なお、買収防衛策に関連して付言すると、アメリカにおいて、ポイズン・-pill (poison pill)<sup>35)</sup>は、取締役会決議限りで採用できることもあり<sup>36)</sup>、多くの会社に普及しているが<sup>37)</sup>、イギリスにおいては、——株主の事前の承認を得て、導入・発動することは可能ではあるが——、利用されていない<sup>38)</sup>。

このように、アメリカの法制は、イギリスに比べ、取締役会が買収防衛策をとることを比較的緩やかに認めている。これは、取締役会が、株主価値の最大化に努める際、株主の判断（株主が公開買付に応募して自己の株式を売りに出すという判断を含む）を制限することに、正当性が認められる場合があると考えられているからである<sup>39)</sup>。たとえば、公開買付に強圧性<sup>40)</sup>が認められる場合など、防衛措置をとることが株主の最大利益の確保に資する場合がある<sup>41)</sup>。そのため、デラウェアの裁判所は、取締役が公開買付を阻止する権限をすべて否定することに消極的なのである<sup>42)</sup>。

ところで、強圧性は、買収者に対して、株主が協調した行動をとれないことから生じる問題であるが<sup>43)</sup>、イギリスのように、買収者に対して、最低価格規制のもとで全部勧誘義務・全部買付義務を課し、残余の少数株主に再度退出機会を与えるなどの制度選択をすれば（上記2参照）、この問題に対処することができる<sup>44)</sup>。

また、強圧性は、買収者の機会主義的な行動からの対象会社株主の保護の問題<sup>45)</sup>であるが、この問題は、買収者が部分的公開買付を成立させて支配権を手にした場合、少数株主から買収者（支配株主）への利益移転という形で姿を現す。これに鑑みれば、公開買付規制に関するイギリスの制度選択は、企業の支配従属関係が形成される時に、少数株主に退出機会を保障する形で、上記の問題への対応をしていると見ることができる。この観点からは、イギリス的な法制度の選択をするのであれば、部分的な公開買付は禁止されるべきことになる<sup>46)</sup>。

すでに見たとおり、アメリカは公開買付規制について、イギリスのような制度

を採用してはいない。つまり、公開買付の強圧性を買収者の行為規制によって制御するという制度選択をしていない<sup>47)</sup>。その反面、買収防衛策規制における取締役の行為規制もイギリスに比べると緩やかで<sup>48)</sup>、取締役に株主を保護する役割が期待されている<sup>49)</sup>。しかし、その結果、株主利益を犠牲にして経営者が保身を図り、自己利益を追求しやすくなるのが悩みの種となる<sup>50)</sup>。

アメリカの制度とは逆に、イギリスでは、対象会社の取締役会が買収防衛策をとることには厳しい制約があるが、買収者にも行為規制が課せられている。これは、買収者の行為規制を通じて強圧性に対する対応がされているので、買収防衛策の必要性が小さくなるからであると思われる<sup>51)</sup>。イギリスのような制度選択をすれば、強圧性の問題に対応しつつ、買収防衛策の濫用による経営者の利益相反を心配する必要もなくなるが、支配権が移転する取引について、買収者に公開買付を強制するなどの行為規制を課す制度を採用すると、買収コストが高くなってしまい、支配権の移転が起こりにくくなるという問題がある<sup>52)</sup>。また、公開買付に応募しなかった株主に再度退出機会を与える制度は、対象会社の株主に公開買付に応募しないインセンティブを与えてしまう<sup>53)</sup>。このように支配権の移転が起こりにくくなると、市場の経営監督機能を損なうおそれがあり、かえって株主の利益にならない虞がある<sup>54)55)</sup>。

#### 4 まとめ

このように見ると、企業買収のコンテキストで生じる問題（たとえば少数株主の保護）に対しては、公開買付規制によって対処することもできるし、買収防衛策規制によって対処することもできるが、一長一短あることが分かる。なお、企業買収法制について、アメリカとイギリスが採用するアプローチは、対極をなすかのようにも見えるが<sup>56)</sup>、企業買収法制とそれに関連する制度的なインフラをうまく組み合わせることができれば、同様の結果を得られることにも注意しておく必要がある<sup>57)</sup>。

---

14) イギリスでは、1968年から、The City Code on Takeovers and Mergers（以下、シティ・コードという）に基づいて、企業買収に関わる専門家集団である The Panel on Take-

- overs and Mergers (以下、パネルという)が企業買収についての規制を行っている(藤田勉・前掲注8)184頁)。なお、シティ・コードは、<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf> から入手できる。
- 15) 以上の規制については、シティ・コードのルール9.1、9.5、および、英国M&A研究会・前掲注8)2頁～5頁、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——」商事法務1910号(2010年)18頁以下、19頁参照。
  - 16) 英国M&A研究会・前掲注8)6頁、三井・前掲注15)19頁、松尾直彦「公開会社法制と金融商品取引法」西村高等法務研究所責任編集・落合誠一＝太田洋編著『会社法見直しの論点』(商事法務、2011年)19頁以下、40頁、北村雅史「イギリスの企業結合形成過程に関する規制」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』(商事法務、2009年)189頁以下、192頁。
  - 17) シティ・コードのルール31.4参照。
  - 18) 北村・前掲注16)193頁、中東正文「会社支配市場に関する法の再構築の方向性——英米法諸国を参考にして——」石山卓磨先生＝上村達男先生選暦記念論文集『比較企業法の現在——その理論と課題』(成文堂、2011年)151頁以下、165頁参照。
  - 19) シティ・コードのルール21.1を参照。なお、「」は、野田博「グローバル化におけるM&A制度の変化と持続——イギリスおよびドイツを中心として」柴田和史＝野田博編著『会社法の実践的課題』(法政大学出版局、2011年)87頁以下、105頁の翻訳を借用させていただいた。
  - 20) 英国M&A研究会・前掲注8)9頁参照。なお、本文記載のルールは、取締役会の中立性(board neutrality)と呼ばれるのが通常であるが、妨害禁止ルール(no frustration rule)と呼ばれることもある。Davies & Hopt No.2, supra note 9, at 234 n. 35は、本文のルールの範囲を正確に表現する用語としては、後者がよいとする。
  - 21) Davies & Hopt No.2, supra note 9, at 233.
  - 22) Davies & Hopt No.2, supra note 9, at 234.
  - 23) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂、第2版、2004年)189頁～190頁参照。
  - 24) 松中学「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』(商事法務、2009年)167頁以下、173頁。
  - 25) 藤田勉・前掲注8)180頁。
  - 26) 飯田秀総「公開買付規制の検証——3分の1ルール・公開買付の撤回禁止を題材に——」ソフトロー研究14号(2009年)85頁以下、121頁注2参照。
  - 27) 関連して、後掲注46)も参照。
  - 28) いわゆるSaturday Night Special offer(株主に十分な情報を提供することなく、短期間での決断を迫る当時よく見られたオファー)の抑止が目的であった。ウィリアムズ法制定の背景につき、古山正明『企業買収と法制度：公開買付規制の研究』(中央経済社、2005年)111頁～113頁、黒沼・前掲注23)179頁～180頁、Jesse H. Choper, John C. Coffee, Jr. & Ronald J. Gilson, Cases and Materials on Corporations 943 (7th ed., 2008); Robert Charles Clark, Corporate Law 546-548 (1986)を参照。
  - 29) William T. Allen, Reinier Kraakman & Guhan Subramanian, Commentaries and Cases on the Law of Business Organization 443 (2nd ed., 2007)は、ウィリアムズ法は、情報開示の充実に目的とするものであったとしつつ、株主に公開買付価格に付されたプレミアムを手にする平等な機会を保証することや、敵対的な公開買付を抑止することも意図していたという見方もできるとする。実際、ウィリアムズ法の当初の法案は、会社を乗っ取りから保護することを前面に打ち出していたが、SECの意見を取り入れて、情報開示を中心

- とした中立性の高い形に修正されたという経緯がある(古山・前掲注28)111頁~113頁参照)。
- 30) John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, 52 *Harv. Int'l L. J.* 219-241-242 (2011).
  - 31) デラウェア州のランドマーク的な判例については、たとえば、徳本穰『敵対的企業買収の法理論』(九州大学出版会、2000年)第3章、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』(中央経済社、2009年)第5章などを参照。
  - 32) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946, 954-955 (Del. Supr. 1985).
  - 33) Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 243.
  - 34) ユノカル基準において裁判所が要求しているのは、「脅威が存在していると信じるに足る合理的な根拠」であり、客観的な脅威の存在の立証を要求しているわけではない。また、裁判所は、その証明について、取締役会は、誠実さ(good faith)と合理的な調査を尽くしたことを示せばよいとし、さらに、その証明は、独立した社外取締役によって過半数が占められている取締役会の承認がある場合には、大いに高められるとして、手続面を重要視している(松井秀征『敵対的企業買収に対する対抗策の基礎』武井一浩=太田洋=中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(商事法務、2004年)181頁以下、206頁参照)。以上の意味で、いわば客観的な脅威の存在の立証責任を課す日本の裁判例のアプローチと対照的である(後掲注109)のニッポン放送事件参照)。
  - 35) ポイズン・ピルは、ライツ・プラン(rights plan)とも呼ばれる。カーティス・J・ミルハウプト編『米国会社法』(有斐閣、2009年)196頁(竹田絵美担当)参照。
  - 36) John C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyer*, 89 *Cal. L. Rev.* 1301, 1307 (2001); Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 246. また、森田果「企業買収防衛策をめぐる理論状況」武井一浩=太田洋=中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』(商事法務、2004年)209頁以下、230頁も参照。
  - 37) Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 239.
  - 38) 英国M&A研究会・前掲注8)9頁参照。イギリスでポイズン・ピルが利用されない背景には、シティ・コードの運用を通じて投資家保護が充実しているため買収防衛策の必要性がないことや、主要な株主である機関投資家が買収防衛策を承認する可能性は低いことなどがある(同頁)。また、渡辺宏之「日本版テイクオーバー・パネルの構想」上村達男編『企業法制の現状と課題』(日本評論社、2009年)19頁以下、35頁、Michael Burian = James Robinson = 渡辺宏之(座談会)「英独の企業買収ルールの実態とわが国への示唆」企業と法創造23号(2010年)135頁以下、137頁(James Robinson発言)、John Armour & David A. Skeel, Jr., *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why?—The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, 95 *Geo. L. J.* 1727, 1736 (2007)も参照。なお、Armour & Skeelの論考は、原弘明「米英企業買収法制の分岐点について—Armour & Skeelの分析を中心に—」九大法学98号(2009年)1頁以下で紹介されている。
  - 39) William B. Chandler III, *Hostile M&A and the Poison Pill in Japan: A Judicial Perspective*, 2004 *Colum. Bus. L. Rev.* 45, 55 (2004). また、田中亘「企業価値研究会報告書の検討—デラウェアの影、そして影との戦い—」商事法務1851号(2008年)4頁以下、5頁も参照。
  - 40) 株主が公開買付に応じずに公開買付が成功した場合、公開買付に応じた場合より不利になることを恐れて、公開買付価格が不十分だと判断しているにもかかわらず公開買付に応

じることを強いられるような公開買付には強圧的な効果 (coersive effect) があることになる。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——」商事法務 1933号 (2011年) 14頁以下、15頁、三井・前掲注 15) 23頁注 (21)、Chandler, *supra* note 39, at 57を参照。

- 41) 非強圧的な買収オファーに対しても、取締役会は、ライツ・プランによってオファーを拒絶できると考えられているようである。その根拠は、取締役会は株主利益のため買収者と交渉する権限があり、交渉する以上は、交渉力を確保するため、買収者に対してノーと言えることが必要だという点にある (田中・前掲注 39) 7頁)。
- 42) Chandler, *supra* note 39, at 57
- 43) 田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩 = 中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』(商事法務、2006年) 243頁以下、251頁~255頁、Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 228, 252-253 参照。
- 44) 中東正文「企業結合法制と買収防衛策」森本滋編著『企業結合法の総合的研究』(商事法務、2009年) 102頁以下、108頁、飯田・前掲注 40) 16頁、Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 252-253, 256を参照。
- 45) この問題は、企業買収法制の重要な論点の一つである (Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 267)。
- 46) Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 253. イギリスにおいては、パネルの承認があれば、部分的公開買付は可能である。しかし、パネルは部分的公開買付に否定的な立場であり、その他の制約もあるため、それが実際に実施されることは稀であるようである (英国 M&A 研究会・前掲注 8) 4頁~5頁参照)。また、渡辺・前掲注 38) 34頁~35頁も参照。  
なお、上掲 Davies & Hopt 論文の 254 頁注 121 は、アメリカにおいて、部分的公開買付があまり見られないことを指摘している。アメリカでも 100% でない敵対的公開買付が少ない理由は、部分的公開買付は、強圧的な要素が強いので、防衛策の発動を許容しやすくなることから、実務上、100% 買い付ける用意があることが示されるためであろう (中東・前掲注 18) 168 頁参照)。
- 47) 中東・前掲注 44) 103 頁。
- 48) 宍戸 = 柳川 = 大崎・前掲注 9) 172 頁 (宍戸善一発言) 参照。
- 49) 宍戸・前掲注 7) 280 頁、Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 253-254 参照。
- 50) 宍戸・前掲注 7) 280 頁、Chandler, *supra* note 39, at 57; Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 240-241 を参照。
- 51) 野田・前掲注 19) 106 頁、渡辺・前掲注 38) 35 頁。また、前掲注 38) も参照されたい。  
なお、強圧性の高い公開買付を念頭に置き、買収者の行動に対し厳格な法規制を課したうえで個々の会社における買収防衛策を禁止する法的枠組みに対しては、株主として会社に残ることを強制されない限り、会社と株主の利益が合致することはないので、株主の利益にはなるが、企業価値を毀損する買収が存在する、——したがって、防衛策が不要になることはありえない——、ことを理由に反対する意見もある (服部育生「企業買収防衛策」愛知学院大学論叢法学研究 51 巻 1 号 (2010 年) 1 頁以下、37 頁、スクランブル (水沙)「未曾有の株安に対する上場会社側の対応」商事法務 1942 号 (2011 年) 70 頁参照)。
- 52) 黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリスト 1346 号 (2007 年) 26 頁以下、31 頁、宍戸・前掲注 7) 280 頁、Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 254 を参照。また、吉本健一 = 松中学「強制公開買付けの目的に関する立法論的考察」阪大法学 55 巻 6 号 (2006 年) 1551 頁以下、1566 頁~1570 頁も参照。
- 53) 飯田・前掲注 40) 16 頁。同じ問題があることは、今般の会社法制の見直し作業におい

て、少数株主保護の観点から創設が検討されたセルアウト権（支配株主が一定数の株式を取得した場合に、会社法制として少数株主に付与される株式の買取を請求できる権利）についても指摘されている（同頁参照）。なお、セルアウト権は、会社法制定の際にも検討の俎上に載せられたが（『会社法制の現代化に関する要項試案』第七3注4）、採用には至らなかったという経緯があり、今回の会社法の見直しにおいて再度検討すべき必要性は生じていないとする意見もあった（対談「会社法見直しへの提言——立法担当経験者の視点から」MARR2010年12月号11頁以下、12頁～13頁（葉玉匡美発言）参照）。セルアウト権については、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」西村高等法務研究所責任編集・落合誠一＝太田洋編著『会社法見直しの論点』（商事法務、2011年）197頁以下参照。もっとも、法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する中間試案」商事法務1952号（2011年）4頁以下においては、セルアウト制度の創設は掲げられていない。その経緯については、法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」商事法務1952号（2011年）19頁以下、45頁～46頁を参照。

- 54) 黒沼悦郎「強制的公開買付制度の再検討」商事法務1641号（2002年）55頁以下、58頁。
- 55) アメリカとイギリスという共通するバックグラウンド、——経済の発展レベルに大きな差があるわけではなく、両国ともコモンロー系に属し、企業における株式の所有形態も共に分散型であり、どちらの国の経営者にも自身のインセンティブはあるはずである——、を持つ国の買収防衛策規制が、一方は株主の決定権を重視するイギリス型となり、他方は経営者に広い裁量を認めるアメリカ型になるという差をもたらした要因としては、いろいろなことが考えられるであろうが、機関投資家のルール形成主体に対する影響力によるところが大きいという指摘がある（Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 243-244, 265. もっとも、最近では、アメリカにおいても機関投資家の影響が強くなっており、アメリカのガバナンスの実務は、制定法や判例法から予想されるよりもはるかに株主フレンドリーなものとなっていることに注意が必要である。Luca Enrique, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in Reinier Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* 55, 83-84 (2nd ed., 2009)). このような指摘をなす論者は、企業買収法制における実体規制のサプライ・サイドに着目し、ルールが、いかなるコンテキストで、そして、誰によって形成されているかという公共選択（public choice）の観点からその差を説明しようとしている（Armour & Skeel, *supra* note 38の分析を参照）。
- また、Davies & Hopt No. 2, *supra* note 9, at 269は、イギリスの会社法においては、取締役会の権限は株主に由来するという考え方が強く、アメリカの会社法においては、株主の最終的なコントロール権は確保しつつも、取締役会に権限を集中させ、その権限行使を尊重する考え方が強いという、両国の会社法のスタンスの違いが、上記の差につながっていると述べている。関連して付言すると、Davies & Hopt No. 1, *supra* note 9, at 173は、アメリカ会社法上、取締役の権限は、株主から委譲されたものであるというより、制定法を源とするものである旨を述べていた。Davies & Hopt No. 1の記述との関連で、Robert C. Clark, *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in John W. Pratt and Richard J. Zeckhauser eds., *Principals and Agents: The Structure of Business*, 55, 56-59 (1985); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Nw. U. L. Rev.* 547, 560, 574 (2003)を参照されたい。
- 56) Davies & Hopt No. 1, *supra* note 9, at 164.

57) Davies & Hopt No.2, *supra* note 9, at 269. たとえば、アメリカのポイズン・ピルは、いったん買収の進行を止め、取締役会がわって入り、買収者と交渉して買収価格をつり上げることで、株主の利益に資するという理解がされているが(宍戸=柳川=大崎・前掲注9) 179頁(宍戸善一発言)参照)、アメリカにおいて、ポイズン・ピルが、単に敵対的な公開買付を阻止するための道具(経営者の保身のための道具)として使われる結果となっていないのは、独立取締役・(デラウエア)裁判所・機関投資家の三者が、その濫用を防ぐ役割をうまく果たしているからであるという指摘があることを想起されたい(Gilson, *supra* note 4, at 33-40.)。

### Ⅲ 日本の企業買収法制

#### 1 公開買付規制

日本は、1971年に、アメリカのウイリアムズ法をモデルとして、公開買付規制の制度を証券取引法<sup>58)</sup>に導入した<sup>59)</sup>。資本の自由化や経済の国際化に伴い、会社の支配権取得のために公開買付が手段として用いられることが予想されることから、投資者保護と証券取引の秩序維持のために規制を設けたとされている<sup>60)</sup>。

もっとも、実際の立法の動機は、アメリカを中心とする外資による企業買収の抑止にあったようであるが<sup>61)</sup>、立法当局は、買収に関して中立的な立場を守り<sup>62)</sup>、日本の公開買付規制は、ウイリアムズ法に倣って、投資者保護のための情報開示や平等取扱が目的とされていた<sup>63)</sup>。

日本の公開買付規制は、アメリカ型でスタートしたが、1990年の改正で、イギリスのシティ・コードを参考に、強制公開買付制度を導入した<sup>64)</sup>。すなわち、改正前は、支配権の変動をもたらす組織的な証券市場外での株式等の取引も公開買付による必要はなかったのに対し、改正後は、一定の支配権の変動をもたらす組織的な証券市場外での株式等の買付は、公開買付によることが原則となった<sup>65)</sup>。具体的には、取引所市場外での取引によって株券等所有割合が3分の1を超える場合には、著しく少数の者からの買付であっても公開買付を要求するルール<sup>66)</sup>(1/3ルールと呼ばれる)<sup>67)</sup>が導入された<sup>68)</sup>。

Ⅱで述べたとおり、アメリカには、1/3ルールのように、一定割合を超える議決権を取得する際に公開買付を強制するルールはない。この改正で、日本の公



開買付規制は、アメリカ型から乖離しはじめたのである<sup>69)</sup>。

他方、イギリスの公開買付規制と比べると、1/3ルールは、公開買付規制が適用となる閾値（イギリスの30%・日本の1/3という数値）が異なるだけで、質的には変わらない制度であるように見える。しかし、制度導入に際しては、イギリスのように、少数株主保護の観点から規制の理由が説明されていたわけではないし、公開買付規制が適用される場面にも違いがある。

まず、規制の理由について見ると、支配権を獲得する買付が取引所市場外で行われると不透明になりがちであり、会社の支配権に移動が生じる取引は、一般株主にも著しい影響を及ぼすことから、原則として公開買付を義務づけたとされている<sup>70)</sup>。要するに、支配権移転に関する取引の透明性を高めることに主眼をおいた説明がされているのである<sup>71)</sup>。

規制が適用となる場面についていえば、イギリスでは、30%の閾値を超えることになる株式取得自体は規制の対象にならないが、日本では、1/3の閾値を超えることになる株式取得自体に規制がかかるという違いがある<sup>72)</sup>。つまり、イギリスの規制は、支配株主になってから規制がかかる事後規制であるのに対し、日本の規制は、支配株主になるのに規制がかかる事前規制となっているのである<sup>73)</sup>。こうした違いがあることから、イギリスに見られたような最低価格規制（Ⅱ2参照）が日本には見られないという違いもある<sup>74)</sup>。

規制が適用される場面については、他にも重要な相違として、イギリスでは、市場内買付や新株発行の割当てを受けて閾値を超えた場合にも全部勧誘義務・全部買付義務が生じるが（Ⅱ2参照）、日本では、市場内買付や新株発行の割当てを受けて閾値を超える場合は、公開買付規制の適用がないこともあげられる<sup>75)</sup>。なお、1/3ルールについては、支配権プレミアム（支配株式の売買価格と市場価格との差額）<sup>76)</sup>の公平な分配が理論的根拠としてあげられることがあり<sup>77)</sup>、この観点からは、市場内買付や新株発行の割当てを受けた場合が規制対象から外される理由を説明しやすいという指摘がある<sup>78)</sup>。

さらに、2006年改正以前は、公開買付者は、公開買付の条件として、取得株式数の上限を自由に設定することができたので、これも大きな違いであったが、この点は、2006年改正で差が縮まった。具体的には、以下のとおりである。

2006年改正により、公開買付後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合、応募株式のすべてを買い付けなければならないという全部買付義務が、公開買付者に課されることになった（金融商品取引法27条の13第4項、金融商品取引法施行令14条の2の2）。この規制は、2/3以上の買付があると、上場廃止が視野に入り、また、株式の流動性が著しく低下するため、部分的公開買付を認めると、手残り株をかかえた株主の保護にかけることになることから導入された<sup>79)</sup>。

また、この改正では、全部買付義務の趣旨を貫徹するため、公開買付後の株券等所有割合が3分の2以上となる場合、対象会社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し込みの勧誘を行うことが必要とされた（金融商品取引法27条の2第5項、金融商品取引法施行令8条5項3号）。つまり、この場合、対象会社が2種類以上の種類株式を発行しているのであれば、公開買付者は、原則として、すべての種類の株式について勧誘すべきことになった（全部勧誘義務<sup>80)</sup>。

全部買付義務・全部勧誘義務は、1/3ルールのように、支配権移転に関する取引の透明性確保・支配権プレミアムの公平な分配といった観点からは説明が困難であり、その正当化には、少数株主の保護（退出の機会の確保）という観点が必要になる<sup>81)</sup>。日本の公開買付規制は、1990年の改正において強制公開買付制度を導入した時点で、少数株主保護の見地から企業買収の方法を公開買付に限定するイギリス型の方向へ一歩踏み出し<sup>82)</sup>、投資判断に直面した投資者を保護するための情報開示というアメリカ型の法制の理念を超えるものになりはじめていたが、2006年の改正で全部買付義務・全部勧誘義務を導入したことで、アメリカ型からさらに離れることとなったのである<sup>83)84)</sup>。

しかしながら、日本の法制は、全部買付義務・全部勧誘義務が、公開買付が強制される1/3という閾値を越える取引すべてについて生じるわけではない点で、イギリス型とも異なっている。つまり、2/3というもう一つの閾値に達しない場合には、部分的公開買付も可能であるのが、日本の制度である<sup>85)</sup>。その意味で、日本の公開買付規制は、強圧性の問題を完全に排除できていないことになる。ただし、公開買付から強圧性を完全に排除することが望ましとは必ずしも言い切れないことに気をつけるべきである<sup>86)</sup>。

また、1/3ルールについて説明した箇所述べたとおり、日本では、市場内買付や新株発行の割当てを受けて閾値を超える場合は、公開買付規制の適用がないので<sup>87)</sup>、そうした手法によって2/3という数値を超えた場合には、全部勧誘義務・全部買付義務は生じない。この点もイギリスの法制と異なる点であり、少数株主の保護（退出の機会の確保）という政策的な観点からは、日本の公開買付規制には、一貫していない面があるといえる<sup>88)</sup>。

上記の2点からすれば、日本の公開買付規制はイギリスの公開買付規制と比べると緩やかであるように見える。しかし、たとえば、対象会社の議決権を20%保有するAが15%保有するBから対象会社の株式をすべて買い取る場合、イギリスにおいては、当該買収自体は公開買付による必要がないが、日本では当該買収自体を公開買付への応募という形で行う必要がある<sup>89)</sup>ことなどを考えると分かるように、日本の法制の方が、買収者が支配権を取得するための選択肢を狭めていることに注意が必要である<sup>90)</sup>。

## 2 買収防衛策規制

2005年は、今から振り返れば、日本の「買収防衛策元年」と位置づけられる年であった<sup>91)</sup>。わが国でも敵対的買収が現実のものになるということ認識させたライブドアによるニッポン放送の敵対的買収にはじまり、経済産業省が立ち上げた企業価値研究会による「企業価値報告書」<sup>92)</sup>の公表、経済産業省と法務省による「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」<sup>93)</sup>（以下、「買収防衛策指針」という）の公表、そして、企業による買収防衛策導入という出来事があった。

ライブドア事件がこの年に起こったのは偶然だとしても、あとの3つはそうではない。企業価値研究会は、日本の企業社会の構造変化から<sup>94)</sup>、日本でも敵対的買収がありうる環境となり、それに対する一部の経営者の懸念が高まる中<sup>95)</sup>、経済産業省のイニシアチブで2004年9月に立ち上げられた。企業価値研究会の目的は、日本において公正な買収ルールを形成することにあつた<sup>96)</sup>。その成果として2005年に企業価値報告書が公表されたわけであるが、実務家が適切にポイズン・ピルを利用することを確実にするために、公式のガイドラインを出すに

当たって、経済産業省は、法務省を巻き込む必要があると考えた。そのため、買収防衛策指針は経済産業省と法務省の共同で策定・公表されている<sup>97)</sup>。買収防衛策指針によって、買収防衛策を適法に導入するための要件が整理され、これを適法に導入することができるという認識が広がり、企業が導入するに至ったという流れになっている<sup>98)</sup>。

このように、日本の買収防衛策規制は、当初、経済産業省・法務省によるソフトローの策定によってその形成がリードされたが<sup>99)</sup>、その時点では、日本の企業買収法制の方向性について、アメリカ型のアプローチをとるという整理がされたのではないかという見方がある<sup>100)</sup>。デラウェアの重要な判例法理が影響を与えた企業価値報告書、そして、それを受けた買収防衛策指針が先行し、それに基づいて買収防衛策の導入が進んだこと<sup>101)</sup>、2006年の公開買付制度の改正が、イギリス型の全部勧誘義務・全部買付義務を導入しながらも、ライツ・プラン型の防衛策が機能することを前提とした限定的なものに止まった<sup>102)</sup>ことなどを考え合わせると、その見方は基本的には正しいといえよう<sup>103)</sup>。

ただし、企業価値報告書・買収防衛策指針に対するデラウェア州法の影響力を過大視すべきではないという指摘が見られ<sup>104)</sup>、企業価値報告書を受けて買収防衛策指針を出すあたり、法務省は、ポイズン・ピルという防衛手段を認めることに積極的でなく、それを導入する企業に厳しい条件をつけたとされているとおり<sup>105)</sup>、買収防衛策指針は、デラウェアの法制を引き写しにしているわけではないことに注意が必要である。

注目すべきは、買収防衛策の日本企業への導入条件を打ち出した買収防衛策指針<sup>106)</sup>が、「買収防衛策は、適法性及び合理性を確保するために、導入に際して目的、内容等が具体的に開示され、株主等の予見可能性を高めるとともに（事前開示の原則）、株主の合理的な意思に依拠すべきである（株主意思の原則）」<sup>107)</sup>としている点である。

なぜなら、買収防衛策指針が、買収防衛策は、株主の合理的な意思に依拠すべきとしている点は、株主が買収防衛策に関して議決権を行使することは極めて稀で、ポイズン・ピルを経営者が一方的に発動できるデラウェアの法と実務に照らして、大きな相違点といえるからである<sup>108)</sup>。

他方、買収防衛策をめぐる日本の一連の裁判例は、取締役を選ぶのは株主であるという株式会社の権限分配秩序を重視して、株主意思を尊重するという路線を一貫して打ち出している点において<sup>109)</sup>、取締役会が株主の承認なしに防衛策を行使することを相当程度に認めるデラウェア州の判例法理と異なっており<sup>110)</sup>、むしろ、前述の中立義務を前提とするイギリス型に近い状態を生じさせたとの評価もある<sup>111)</sup>。

また、裁判例の中には、ライツ・プラン型の防衛策として、買収者が経済的な補償を受けるスキームを採用し、最高裁が、それを理由の一つとして当該防衛策を相当と認めたものがあり<sup>112)</sup>、さらに、買収防衛策指針の株主意思の原則や、上記の裁判例の流れを受けて、実務においては、取締役会が判断を株主総会に丸投げするような傾向が見られるようになった<sup>113)</sup>。

ここで、アメリカのライツ・プランがどのような目的で用いられているかを考えて見ると、上記の日本の状況は、その目的を達成するための基本設計を否定していることが分かる<sup>114)</sup>。なぜなら、アメリカのライツ・プランは、一定のルールを守らない買収者にコストを作り出すことによって、取締役会が株主のために必要な時間・情報を確保し、買収者と交渉する機会を確保することが目的であるからである<sup>115)</sup>。つまり、上記の買収者が経済的な補償を受けるスキームは、本来のライツ・プランからすれば、買収者を交渉のテーブルにつかせるための脅威を減じることになるため、非合理的なのである<sup>116)</sup>。また、株主総会に判断を丸投げすることは、取締役会が、自ら買収提案を精査して、それが企業価値・株主共同の利益に適うかどうかを評価し、交渉するという役割を果たすことなく、株主が決めたという錦の御旗の下に、無責任な判断をしていることを意味する<sup>117)</sup>。

こうしたことを背景として、企業価値研究会は、2008年に「企業価値研究会報告書——近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方——」を公表した<sup>118)</sup>。2008年の企業価値研究会報告書は、買収の前線に立つ取締役の行動の重要性を強調し、株主意思の原則は適用されるけれども、取締役が担当すべきことを担当したうえで株主意思を諮るべきであるとのメッセージを発している<sup>119)</sup>。また、防衛策を導入したら金銭の交付はすべきではないという政策論に立ち、金銭の交付をしなくても適法といえる場合の論拠を提示している<sup>120)</sup>。この2008年

の企業価値研究会報告書は、2005年の企業価値報告書・買収防衛策指針に対するデラウェア州法の影響力を過大視すべきではないとしていた論者からも、デラウェア州で形成された防衛策の実務と理論とを防衛策のあるべき姿と捉えて、日本の取締役に対してその遵守を求めるとともに、法解釈としても、できる限りその姿に近づけようとする意図が顕著であると評されている<sup>121)</sup>。

- 
- 58) 証券取引法は、2006年改正で抜本的に改組され、金融商品取引法となった。
- 59) 川村正幸編『金融商品取引法』(中央経済社、第3版、2010年)209頁(古山正明担当)。
- 60) 田中誠二=堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』(勁草書房、1996年)288頁、神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『証券取引法』(青林書院、2006年)61頁。
- 61) 池田唯一ほか『金融商品取引法セミナー：公開買付・大量保有報告書』(有斐閣、2010年)7頁~8頁(岩原紳作発言)、中村直人『M&A取引等のための金融商品取引法』(商事法務、2008年)58頁~59頁。
- 62) 中村・前掲注61)58頁。
- 63) 池田ほか・前掲注61)7頁(岩原紳作発言)参照。なお、公開買付制度が規定されている金融商品取引法第2章の2の表題は「公開買付に関する開示」となっている。
- ちなみに、1971年の改正作業の中では、証券取引法の規制は投資者保護に徹すべきであるという学者の反対で、経済界から出された買収を抑止するための提案が退けられるなどしたようであるが、それでもなお、当時の公開買付規制は、企業買収規制の色彩が強く、また、アメリカと比べて、公開買付に対して厳しい姿勢が取られ(前掲岩原発言(8頁)参照)、全体として、防衛側にかなり有利な規制内容となった(神田秀樹監修・野村證券株式会社法務部=川村和夫編『注解証券取引法』(有斐閣、1997年)252頁参照)。たとえば、公開買付の届出については、事前届出制が採用され、大蔵大臣(当時)への届出のうち、10日後に効力が発生し、その後新聞公告をすることによって初めて買付が可能とされていた(河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本』(有斐閣、第2版、2011年)133頁参照)。つまり、公開買付届出書の提出だけでは勧誘を認めず、届出の効力発生によってはじめて勧誘可能とされていたのであるが、こうした事前届出制は、ウィリアムズ法においては、公開買付者に不当な負担を課すことなどを理由に、法案審議の過程で排除された規制であった(神崎=志谷=川口・前掲注60)68頁)。
- 64) 川村編・前掲注59)209頁(古山正明担当)、内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事法務1208号(1990年)2頁以下、5頁参照。
- 65) 神崎=志谷=川口・前掲注60)68頁、河本=大武・前掲注63)132頁参照。
- 66) 現在は、金融商品取引法27条の2第1項2号に規定される。金融商品取引法施行令6条の2第3項、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3条3項も参照。
- 67) 飯田・前掲注26)86頁。
- 68) Fujita, *supra* note 9, at 25は、この改正を推進した要因は謎だという。池田ほか・前掲注61)8頁(岩原紳作発言)によれば、1980年代に入ると、日本企業が国際競争力を持つようになり、公開買付を、日本企業が買収者となって規模を拡大する手段として活用しようという姿勢が経済界に現れ、それを背景に、1990年の改正では、公開買付を行い

にくくしていた事前届出制などが廃止される一方、投資者保護強化の観点から、強制公開買付制度の導入がされたとされているが、1990年改正に規制強化と緩和の両面があった背景には、経済界において、リストラチャリングを容易にする観点から規制緩和を望む声と、企業防衛の観点から規制強化を望む声の両方があり、経済界が複雑な動きをしたことの影響があるようである(座談会「敵対的 TOB 時代を迎えた日本の買収法制の現状と課題——金融商品取引法の要点」MARR2007年1月号6頁以下、15頁~16頁(岩原紳作発言)参照)。なお、中村・前掲注61)58頁は、1990年改正の背景として、公開買付制度が使いにくいものであり外資にとって参入障壁となっているとの批判があり、日米構造協議の中間報告で公開買付制度の改正が約束されたことをあげている。

ちなみに、日本では、1971年に公開買付制度ができた後もほとんど使われず、1990年改正までに、実際に行われた公開買付は、わずか3件であった(田中=堀口・前掲注60)288頁~289頁)。1990年改正以後も、2000年頃までは、現在では適用除外とされている担保権実行のための公開買付のような例外を除くと、公開買付の実務はほとんどゼロであり、日本の公開買付規制は、「いわば頭でルールを作った形」であったと評されている(池田ほか・前掲注61)4頁・13頁(神田秀樹発言)参照)。

- 69) Fujita, *supra* note 9, at 25-26.
- 70) 内藤・前掲注64)5頁。
- 71) Fujita, *supra* note 9, at 32は、改正に際し、イギリスの制度を調査しているにもかかわらず、立法者担当者が、改正理由を、イギリスにおける規制の趣旨とは異なる支配権移転に関する取引の透明性の観点から説明した理由について、以下のように述べている。支配権移転に伴う少数株主保護(退出機会の確保)という説明は、会社法(法務省管轄)改正の理由としてはともかく、証券取引法(大蔵省管轄)改正の理由としては受け入れられないという官僚的な思考が働いたためではないか、と。
- 72) 三井・前掲注15)19頁。
- 73) Fujita, *supra* note 9, at 28-29.
- 74) 日本においては、価格が低すぎると、公開買付者が支配権を取得できずに終わることになる(Fujita, *supra* note 9, at 29)。
- 75) Fujita, *supra* note 9, at 29.
- 76) 山下友信=神田秀樹編『金融商品取引法概説』(有斐閣、2010年)249頁(加藤貴仁担当)参照。
- 77) 飯田・前掲注26)86頁、中村・前掲注61)60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、第2版、2011年)356頁参照。

もっとも、支配権プレミアムの平等分配を目的として公開買付を強制することが無条件に望ましいとはいえない(山下=神田編・前掲注76)249頁注235(加藤貴仁担当)参照)。なぜなら、こうした制度は、企業価値を下げる非効率な買収を防ぐ効果がある一方で、効率的な買収をも抑止してしまう効果を伴うからである(Erik Berglöf & Mike Burkart, *European Takeover Regulation*, 18 *Econ. Pol'y* 171, 196-98 (2003)). Fujita, *supra* note 9, at 34-39は、数値例を用いて、この相反する2つの効果があることを分かりやすく説明している。また、日本の強制公開買付制度は、非効率な支配権の移転を完全に防ぎ切れていないことにつき、同論文の39頁を参照)。

また、少数株主と支配権プレミアムをシェアしなければならないとすれば、支配株主がより高い価格で株式を買い受ける者を探すインセンティブを削ぐことになるし(中村・前掲注61)63頁)、さらには、大きなブロックを保有する株主が、流動性確保のために、ディスカウント TOB(市場価格より安い価格による公開買付)を利用するという歪んだ現

象も見られるようである(証券取引法研究会編『金商法体系Ⅰ：公開買付け(1)』(商事法務、2011年)6頁、中村・前掲注61)63頁、Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 249 n.144を参照)。

以上のような問題点を考慮したためか、山下=神田編・前掲注76)255頁(加藤貴仁担当)は、「3分の1ルールは、会社の支配関係に著しい変動が生じる場合に、既存の株主に退出する機会を与えるを通じ、株主の利益を保護している」と説明している。要するに、1/3ルールは、少数株主保護のためのルールであるという観点からの説明であるが、この説明は、II2で述べたイギリスにおける制度の理解と共通する。飯田秀総「公開買付け・大量保有開示制度」法学教室366号(2011年)17頁以下、21頁も、1/3ルールのポイントは、少数株主の保護のためにあるという点であるとする。また、1/3超の支配株主が持株を買取者に売却する場合は、会社の基礎的変更にあたるので、他の少数株主を保護するために、全株主に売却機会を保障して、会社から退出する機会を与える必要があるため、公開買付を強制していると見れば、1/3ルールは、株式買取請求と機能的に類似することになるとの指摘につき、同24頁~25頁を参照(同様の指摘は、神田秀樹「上場会社に関する会社法制の将来」金融法務事情1909号(2010年)18頁以下、29頁でもなされている)。

いずれにせよ、日本の強制公開買付制度の趣旨やそれに期待される機能を、一つの観点から説明することは困難である(飯田秀総「カネボウ少数株主損害賠償請求事件最高裁判決の検討」商事法務1923号(2011年)4頁以下、13頁~14頁参照。なお、同論文10頁は、少なくとも部分的にはこの制度が基礎としている考え方を4つ〔①支配権プレミアムの平等分配、②少数株主の株式売却機会の保障、③支配権移転の選別、④支配ブロック取引の市場への影響是正〕あげている)。

78) Fujita, *supra* note 9, at 32.

79) 川村編・前掲注59)235頁(古山正明担当)、飯田・前掲注77)24頁。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——」商事法務1818号(2007年)17頁以下、18頁は、2/3という数値は、特別決議の拒否権もない少数株主が塩漬けにされることを防止する趣旨からのものであるが、上場会社の株主総会での議決権行使割合(通常7割程度)を考慮すると、この基準は適当でないとしている。

80) 黒沼・前掲注52)32頁、近藤=吉原=黒沼・前掲注77)364頁。なお、前掲黒沼32頁は、上場・上場廃止は株券の種類ごとに定められるので、買付対象株券に上場廃止のおそれがあることは、他の種類の株券に対する勧誘義務を課す根拠にならないと批判している。

81) Fujita, *supra* note 9, at 33. 池田ほか・前掲注61)7頁(神田秀樹発言)も、全部買付義務を入れた理由は、3分の2以上の買付があると、その後残りの少数株主が排除される可能性が高いので、最初から全部買付義務を課すことによって、少数株主の保護もここであわせて図るという練り引きをしたのであろうとして、少数株主保護の観点から制度を捉えている。

82) 前掲注77)も参照されたい。

83) 全部買付義務の有無は、公開買付規制がアメリカ型かイギリス型かを区別する一番分かりやすい指標であり(座談会・前掲注68)12頁(石綿学発言)参照)、日本の公開買付規制は、全部買付義務という形で少数株主保護を正面から認めたことで、イギリス型に近づいたと評価されている(同座談会13頁(岩原紳作発言)参照)。

なお、本文のとおり、2006年改正で、強制公開買付制度が強化されたわけであるが、実は、1990年改正後の当局における議論においては、公開買付制度が企業の事業再編の足かせになっているという認識が持たれており、経済産業省の委託研究においても強制公



開買付制度を廃止すべきであるという提言がされる(黒沼・前掲注54)参照)などの状況があった。しかし、経済界が態度を決めかねて、結果的に制度が維持されていたところ、2005年に起こったラブドア・ニッポン放送事件(公開買付規制の改正につながった事件の経緯については、たとえば、河本=大武・前掲注63)135頁~136頁を参照。また、後掲注97)・109)も参照されたい)を契機に企業買収をめぐる関係者の意識が180度変わり、強制公開買付制度を強化すべきだという流れになった(池田ほか・前掲注61)9頁~10頁(池田唯一・岩原紳作発言)参照)。

- 84) 2006年改正では、金融商品取引法27条の2第1項4号が新設されたので、その点においても、日本の公開買付規制は、アメリカ型(原則として市場外取引のみを規制対象とし、新株発行を規制対象としない)からイギリス型に接近したといえる(座談会・前掲注68)10頁(デイビッド・A・スナイダー発言)参照)。

また、最判平成22年10月22日民集64巻7号1843頁(カネボウ少数株主損害賠償請求事件:種類株式が発行されている会社において、特定の種類株式のみを買い付けようとする場合、25名未満全員同意の適用除外規定の適用については、当該買付の対象となる特定の種類株式のみを考慮すればよく、買付の対象となっていない他の種類株式を考慮する必要はない)の解釈を前提にすると、日本の公開買付規制は、アメリカ型(マーケット・ルール:支配権の移転の際に公開買付を義務づけず、相対取引による支配株式の移転を認めるルール)とイギリス型(機会均等ルール:支配権の移転の際に公開買付を義務づけて一般株主に売却の機会を保障するルール)のいずれのルールによるかを定款自治に委ねるものとなっている(飯田・前掲注77)16頁参照)。

- 85) 池田ほか・前掲注61)6頁~7頁(神田秀樹発言)は、全部買付義務はヨーロッパ諸国で採用されており、アメリカでは採用されていない制度であるが、本文で述べた点は日本独自の姿であるとする。

なお、公開買付に伴う強圧性の問題を払拭するには、部分的公開買付を認めないことが有効な対処法となる。しかし、公開買付を行う際に、常に買収者に全部買付義務・全部勧誘義務を負わせてしまうと、買収者にとっての負担が加重となり、結果的に、効率的な買収までも行われなくなるおそれがあるため、2/3という閾値を超えた場合にのみこうした義務を課すことにしている(太田=山本・前掲注53)208頁~209頁)。

- 86) 中東・前掲注44)120頁注59、Fujita, *supra* note 9, at 40を参照。本文の理由は、公開買付から強圧性を完全に排除してしまうと、少数株主のフリーライド問題によって買収が成功しづらくなるからである。少数株主のフリーライド問題というのは、仮に、対象会社の株主が、買収者の経営のもとでの企業価値が、現経営陣のもとでの企業価値を上回ると見積もった場合、公開買付に応じる行為は公共財的な性質を帯び、どの株主も他の株主が公開買付に応募することを期待して、自らは応募しなくなる、というSanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 *Bell Journal of Economics* 42 (1980)によって指摘された問題である。その基本的な発想は、各株主は、自分の公開買付への応募が、公開買付の成立にとって決め手にならないことを知っており、公開買付成立後(買収が成功した後)の企業価値をも織り込んだプレミアムを付した価格でない限り、公開買付に応じることはないため、買収者は経営効率の改善によってもたらされるベネフィットを得ることができなくなる、という点にある(Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance* 438 (2006))。

少数株主のフリーライド問題は、日本でも広く知られている。たとえば、小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』(日本経済新聞社、2001年)71頁~72頁、岩井克人=佐藤孝弘『M&A国富論:「良い会社買収」とはどういうことか』(プレジデント社、

2008年) 88頁~90頁などを参照。また、柳川範之『法と企業行動の経済分析』(日本経済新聞社、2006年) 66頁は、Grossman & Hartの議論については理論的にも実証的にも多くの研究が行われており、必ずしも当初の理論が想定したような過小投資の問題が生じるわけではないことが確認されているとしつつも、買収が望ましい水準よりも過少になる可能性について注意しなければならないとしている。

なお、少数株主のフリーライド問題は実務家も意識している(中村・前掲注61) 164頁。もっとも、同頁がGrossman & Hartの議論を意識したものかは不明)。

- 87) ただし、金融商品取引法27条の2第1項4号のような例外はある。
- 88) Fujita, *supra* note 9, at 34. ちなみに、座談会・前掲注68) 9頁(乗越秀夫発言)は、日本の公開買付規制について、イギリス型の制度の中で暮らしている弁護士や投資家にすれば、どうして市場内取引か、市場外取引か、新株の発行かで差が出るのか疑問だとしている。

なお、日本の公開買付制度が、一貫性を欠いているのは、様々な圧力のもと、十分な理論的整理をすることなく、目指すべき方向も見えないまま、新しい制度を導入しているからであるという指摘がある(座談会・前掲注68) 16頁(石綿学発言)参照)。また、この一貫性の欠如には、前掲注71)で述べた役所の管轄の問題も影響しているかもしれない。

- 89) 三井・前掲注15) 19頁参照。
- 90) Fujita, *supra* note 9, at 40.
- なお、公開買付規制との関連で付言しておく、今般の会社法制の見直し作業においては、1/3ルール・全部買付義務・全部勧誘義務に違反した者による議決権行使を差し止める制度も検討されている(法制審議会会社法制部会・前掲注53) 17頁、法務省民事局参事官室・前掲注53) 58頁~59頁)。

- 91) この年まで、日本において、まったく買収防衛がなされてこなかったというわけではない。買収防衛策であることを前面に出さない第三者割当増資を利用した防衛はなされてきた。

- 92) 企業価値研究会「企業価値報告書~公正な企業社会のルール形成に向けた提案~」(2005年)([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/kachikenn.html](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html)から入手可能)。

- 93) 経済産業省=法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005年)([http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/kachikenn.html](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html)から入手可能)。

- 94) 従来、日本では、企業買収はほとんど行われてこなかった。その背景には、公開買付制度自体の問題もあったであろうが、そもそも買収には、仕手筋による乗っ取りのダークなイメージが持たれていたため、通常の経営者はこれを敬遠し、社会的にも抵抗が強かったこと、さらには、1990年代初頭のバブル崩壊前は株式持合が現在より多かったため、敵対的買収が成立しにくかったという事情がある。ところが、バブル崩壊後、株式持合が低下し、経済不況から脱却するための方策として企業買収が経営の選択肢として広く認識されるなど、企業社会の構造に変化が生じ、敵対的買収も生じうる環境になった。以上の記述については、パネル・ディスカッション「日本における企業買収法制：分析と展望」ソフトロー研究13号(2009年) 151頁以下、152頁(石綿学発言)、企業価値報告書4頁を参照。

- 95) 2004年の夏頃には、一部の経営者の間に、日本企業の業績がようやくプラスに転じたのに、株価の回復がそれに追いついておらず、そのギャップを放置しておく、日本企業がダリストラの末に得た果実を、敵対的買収でさらわれるのではないかという懸念が高ま

- っていたようである(座談会「企業買収防衛策をめぐる法的論点と実務上の対応——「企業価値研究会」における検討を中心として——」商事法務 1731号(2005年)4頁以下、5頁~6頁(日下部聡発言)参照)。
- 96) 企業価値研究会の問題意識は、世界を見渡したときに、アメリカでは80年代以降、約20年をかけて買収ルールが整備され、EUでも90年代以降、10数年をかけて買収ルールの整備が行われていることに鑑み、先進諸外国と比べて、日本の買収(防衛策も含めて)のインフラ(法以外も含めた広い意味)が不備であると競争力上不利になるので、日本市場が世界的に見て遜色ないようなインフラ整備が必要であるという点にあった。以上の記述については、企業価値報告書4頁~7頁、多田克行『「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」および企業価値研究会「企業価値報告書」の解説』企業会計57巻8号(2005年)81頁以下、82頁、座談会・前掲注95)7頁(神田秀樹発言)などを参照。
- 97) Osugi No. 1, *supra* note 11, at 152.  
 なお、この時期に買収防衛策指針が策定・公表された背景には、以下の事情もある。すなわち、2004年の後半ころから、経済界の一部に、合併対価の柔軟化による三角合併の解禁により、外資による対日投資促進意欲が高まり、日本市場における敵対的買収が増加するのではないという懸念が強まりをみせた(相澤哲「会社法制定の経緯と概要」ジュリスト1295号(2005年)8頁以下、9頁)。そして、ライブドア事件の前後の頃から、経済界が、自身が要望していた「集中と選択の自由度の拡大」が必ずしもよい結果ばかりをもたらすのではないと感じるようになり、水面下で合併対価の柔軟化の実現を阻止するための動きを見せはじめたことから、会社法案の国会への提出も危うくなるような事態となった。そこで、合併対価の柔軟化にかかる部分の施行時期を1年遅らせ、その期間内に各企業において適切な対応ができることを前提として調整が図られ、国会への法案提出が可能になった。この経済界の懸念を払拭する前提とされたのが買収防衛策指針であった(相澤哲=神田秀樹(対談)「商法から会社法へ」落合誠一編『会社法コンメンタール(12)』(商事法務、2009年)付録12頁~13頁(相澤哲発言)参照)。
- 98) パネル・ディスカッション・前掲注94)158頁(石綿学発言)参照
- 99) パネル・ディスカッション・前掲注94)162頁(藤田友敬発言)は、企業価値研究会が、企業価値報告書・買収防衛策指針を通じて、日本の買収防衛策をめぐるルール形成に関して一定の役割を果たしてきたとする。
- 100) 藤縄・前掲注79)19頁。
- 101) Curtis J. Milhaupt, *In the Shadow of Delaware?: The Rise of Hostile Takeovers in Japan*, 105 Colum. L. Rev. 2171, 2173 (2005). なお、本論文の抄訳として、伊藤靖史訳「デラウェアの影? (上)(下)——日本における敵対的企業買収の興隆」ジュリスト1315号(2006年)88頁以下、ジュリスト1316号(2006年)100頁以下がある。また、Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 252においても、企業価値報告書はデラウェアの法理に大きく依拠しており、その企業価値報告書に基づいて買収防衛策指針が出されたとされている。
- 102) 藤縄・前掲注79)18頁~19頁、奈良輝久「近時の公開買付(TOB)規制の改正と今後の課題」奈良輝久ほか編著『最新M&A判例と実務:M&A裁判例及び買収規制ルールの現代的展開』(判例タイムズ社、2009年)264頁以下、278頁参照。
- 103) Milhaupt, *supra* note 101, at 2196 n. 82では、Milhaupt教授と企業価値研究会のメンバーとのディスカッションにおいては、デラウェアの原理原則の買収防衛策指針への移植は、意図せざるものではなかったことが示唆されていたとされており、企業価値研究会で

は、ヨーロッパの企業買収法も注意深く検討されたが、メンバーの多くの目には、企業価値を高める買収とそうでない買収を区別するという目的に照らし、デラウエアの買収法理がよりよい手段となりうるように映ったとされている。

Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 261 は、企業価値研究会の構成メンバー（企業価値報告書 108 頁に委員名簿がある）から見た場合、取締役会の中立義務を重視するイギリス型ではなく、取締役会中心主義のデラウエア型が志向されるのは驚くに値しないとしている。さらに、同頁の注 205 は、経済産業省には、金融庁の管轄である金融商品取引法に関わる公開買付規制の改正を伴うことがないデラウエア型のアプローチを志向するインセンティブがあるとし、さらに、日本の企業弁護士の多くは、アメリカのロースクールで学位を取得しているので、デラウエア型のアプローチになじみがあり、また、アメリカ型の防衛策が利用されるようになれば、新たなビジネス・チャンスを得ることから、やはりそれを志向することを述べている。

Osugi No. 2, *supra* note 11, at 51 もデラウエア型のアプローチが志向された理由として、企業弁護士のビジネス・チャンスをあげている。また、同論文の 51 頁～52 頁では、イギリス型のアプローチの採用には、パネルのような監督主体の創設が困難であることや、中立義務の導入には政治的な反発があることなど、乗り越えるべき課題があるため、デラウエア型のアプローチが実現可能性が高い選択肢だったとしている。

なお、本注の記述との関わりで、後掲注 108) に記載した大杉教授のコメントも参照されたい。

104) 田中・前掲注 39) 4 頁。

105) Osugi No. 1, *supra* note 11, at 152.

106) 買収防衛策指針は、「買収防衛策は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させるものとなる」ことを求め、3つの原則、——①企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、②事前開示・株主意思の原則、③必要性・相当性確保の原則——、に従うものとしている（買収防衛策指針 3 頁）。

107) 買収防衛策指針 5 頁から引用。なお、買収防衛策指針 6 頁では、意思決定機関としての株主総会は機動的な機関とは言い難いから、取締役会が株主共同の利益に資する買収防衛策を導入することを一律に否定することは妥当ではないとしつつ、取締役会の決議により買収防衛策を導入する場合、株主の総体的意思によってこれを廃止できる手段（消極的な承認を得る手段）を設けていることを条件としている。

108) パネル・ディスカッション・前掲注 94) 179 頁（カーティス・ミルハウプト発言）、Armour, Jacobs & Milhaupt, *supra* note 30, at 253; Osugi No. 1, *supra* note 11, at 154 を参照。

なお、2011 年 10 月 9 日に神戸大学で開催された日本私法学会における第 3 部会の松中学准教授の研究報告会において、企業価値研究会のメンバーであった大杉教授は、当時の状況について、以下のような趣旨の発言をされた。企業価値研究会が、イギリス型を採用せずに、デラウエア型（取締役会の判断で防衛策を入れられるけれども、株主の判断で外せるという意味での）を採用したことは間違いない。しかし、委員のイメージはバラバラで、同床異夢の観があった。そして、企業価値報告書が、株主総会の承認を重視するという形でまとめられた背景には、社外取締役（独立取締役）を入れたくない経団連などが、そちらの形を支持したことが影響していた、と。また、この時の発言においても、大杉教授は、デラウエア型を後押ししたのは弁護士であったことを述べられている。以上に関連して、前掲注 103) を参照されたい。

109) 裁判例として、東京高決平成 17 年 3 月 23 日金判 1214 号 6 頁（ニッポン放送事件：支

配権争いの帰趨は株主総会で決めることを原則としつつ、濫用的買収の場合で、株主共同の利益を毀損することが明白である場合は、取締役会限りでの対応ができるとするが、極めて例外的な場合にしか防衛策を適法とは認めない。ところで、本決定は、発行会社に「会社に回復し難い損害をもたらす事情」の客観的な存在の立証責任を課しているが、発行会社がこの立証責任を果たすことは実務上困難であるとの指摘につき、新谷勝「判批」金融・商事判例1222号(2005年)54頁以下、57頁、松本真輔「敵対的買収をめぐるルールに関する実務上の問題」商事法務1756号(2006年)41頁以下、43頁を参照。また、山田剛志「取締役会決議による買収防衛策と不公正発行(上)(下)——差別的取得条項付新株予約権無償割当を中心に——」金融・商事判例1358号(2011年)2頁以下、1359号(2011年)2頁以下にも、本件で判示された4類型に該当することを、仮処分の短い手続きの中で疎明すること(不公正発行の強い推定を覆すこと)は、実際上無理であるという問題意識が色濃く表れている。なお、以上の点との関わりで、前掲注34)を参照されたい、東京地決平成17年7月29日金判1222号4頁(日本技術開発事件:支配権争いの帰趨は株主総会で決めるという原則を前提に、時間・情報と交渉機会を確保するための防衛策は、取締役会限りでできるとする)、最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁(ブルドックソース事件:会社の企業価値が毀損されるか否かの判断(防衛策の必要性の判断)は株主総会が行うべきものとする)などを参照。また、藤縄・前掲注79)19頁、パネル・デイスカッション・前掲注94)156頁~158頁(田中亘発言)も参照。

- 110) 田中・前掲注39)6頁、落合誠一「敵対的買収とわが国における課題」内閣府経済社会総合研究所『M&A研究会報告2008』72頁以下、78頁参照(<http://www.esri.go.jp/mer/houkoku/0808houkoku.html>から入手可能)。
- 111) 落合・前掲注110)79頁参照。なお、江頭憲治郎「事前の買収防衛策——発動時の問題——」江頭憲治郎=久保利英明=野宮拓=西本強『株主に勝つ・株主が勝つ:プロキシファイトと総会運営』(商事法務、2008年)18頁以下、32頁は、本文で述べたような傾向がある現時の判例法理の下では、差別的行使条件が付された新株予約権を用いた敵対的買収防衛策の発動は難しく、あまり効果的ではないとする。また、藤縄・前掲注79)21頁は、判例の傾向からすると、日本型ライツ・プランである新株予約権の無償割当よりも、伝統的な買収防衛策である第三者割当増資の方が対抗措置として優れているという見方さえ可能であるとしている。
- 112) 前掲注109)のブルドックソース事件を参照。
- 113) 座談会「企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔下〕」商事法務1843号(2008年)34頁以下、34頁(武井一浩・新原浩朗発言)参照。
- 114) 藤縄・前掲注79)19頁参照。
- 115) 座談会「企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方〔上〕」商事法務1842号(2008年)4頁以下、5頁(新原浩朗発言)参照。
- 116) 新原浩朗「わが国のコーポレート・システムをめぐる現状認識と課題」商事法務1821号(2008年)58頁以下、63頁、藤縄・前掲注79)20頁参照。

ブルドックソース事件では、買収者が経済的な補償を受けるスキームになっていたため、アメリカでは発動されるはずのないライツ・プランが発動されてしまう結果になった(新原前掲論文63頁)。ちなみに、デラウェア州最高裁判事のジェイコブス氏は、「ライツ・プランを発動して買収者がそれによって経済的損失を被った場合に、発動を決めた対象会社の取締役は、買収者に対して何らかの責任——例えば損害賠償責任等——を負う余地があるか」という藤田友敬教授の質問に対して、「誰であれ『ピルを破った』者の持株を希釈化するということはライツ・プランの目的そのもの」なので、アメリカではその種の損

害賠償請求が認められることは想像しがたいとしている（パネル・ディスカッション・前掲注94）185頁～186頁（藤田友敬・ジェイコブス発言）参照。

参考までに付言すると、ブルドックソース事件においては、買収提案が株主共同の利益を毀損するとしてライツ・プランの発動が株主総会に諮られた点も、アメリカのライツ・プランと異なっていた。アメリカでは、買収の是非に関する株主の意思は、買収提案に応じるか否か、あるいは、株主総会における取締役の選解任についての選択を通じて表明される（座談会・前掲注113）36頁（武井一浩発言）参照。つまり、防衛策自体は取締役会限りで行使できるが、買収者は、委任状の争奪戦を通じて取締役を交代させることができ、その場面で株主総会が判断することになるのである（パネル・ディスカッション・前掲注94）176頁～177頁（田中亘発言）参照。

- 117) 座談会・前掲注113）34頁（新原浩朗発言）、35頁（神田秀樹発言）、藤縄・前掲注79）20頁などを参照。
- 118) 企業価値研究会「企業価値研究会報告書——近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方——」（2008年）（[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/kachikenn.html](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/kachikenn.html) から入手可能）。
- 119) 企業価値研究会報告書・前掲注118）5頁～6頁では、取締役の基本的な行動のあり方について、8つの基本項目を示している。また、座談会・前掲注113）35頁（神田秀樹・武井一浩発言）も参照。
- 120) 企業価値研究会報告書・前掲注118）10頁、14頁～15頁参照。なお、同報告書は、本文の政策論とブルドックソース事件の最高裁決定とは、両立するとの理解に立っている（座談会・前掲注115）11頁～12頁（新原浩朗発言）、12頁～13頁（神田秀樹発言）、徳本穰「企業価値研究会『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』の概要」監査役547号（2008年）34頁以下、37頁参照）。また、現在の実務界においても、金銭的な補償をすることは、法律論としてはともかく、政策論としては許されないという考え方が一般的なようである（パネル・ディスカッション・前掲注94）182頁（石綿学発言）参照。
- 121) 田中・前掲注39）5頁。アメリカにおいては、敵対的買収のターゲットになっている会社がポイズン・ピルを導入している場合、そのポイズン・ピルを解除すべきかどうかをめぐって、まず委任状合戦（proxy fight）が行われるが、これによって、株主は、公開買付への応募に際しての四人のジレンマ的状况から解放されることになる。その機能に着目すると、日本において、敵対的買収に対する判断を株主総会に行わせることには、その意味での実質的な意義が認められることになる。パネルディスカッション「株主総会をめぐる新しい諸問題——株主提案、委任状争奪戦、買収防衛策——」江頭憲治郎＝久保利英明＝野宮拓＝西本強『株主に勝つ・株主が勝つ：プロキシファイトと総会運営』（商事法務、2008年）33頁以下、54頁（江頭憲治郎発言）参照）。

#### IV 今後の展望：制度設計への視座

これまで見たとおり、日本の企業買収法制は、アメリカ型をベースとしながら独自の発展をとげ、現在は、アメリカ型とイギリス型の間中間形態になっている。今後、日本がどの方向に進むのか、あるいは、進むべきなのか、確かなことはい

えないが<sup>122)</sup>、ただ、一ついえることは、世界中の株式会社のコアの特徴は共通しているので、それが直面している本質的な問題・課題も共通している、——つまり、アメリカ型とイギリス型というのは、共通の問題・課題に対応する具体的な姿が異なっているだけである——、ことを踏まえ<sup>123)</sup>、日本企業がグローバルな市場で競争するうえで不利になることがないように、グローバル・スタンダードを視野に入れつつ、企業買収法制について、株式会社という制度の基本に立ち返った考察をする必要があるということである。

所有と経営の分離を前提とする株式会社制度は、分業を通じて効率的な会社経営を可能にする仕組みであり、株主が信任する経営の専門家に、株式と引きかえに資金を提供して、専門経営者がその資金を事業活動で効率的に活用し、収益を株主に還元する仕組みである。そして、効率的な会社経営のためには、経営者に対して幅広い裁量を与える必要があるが、裁量には、常に濫用の危険が付きまとう。つまり、株式会社制度は、専門経営者が、専門能力を十分に発揮できるよう幅広い裁量を認めながら、その濫用を防ぐ必要があるという構造的なジレンマを抱えているのである<sup>124)</sup>。企業買収の局面では、このジレンマが顕在化する。

もし、所有と経営の制度的分離、——つまり、経営権は取締役集中させ、株主は取締役を選んだからにはその人に経営を任せる（株主は取締役の選解任権でコントロールするのみ）——、というのが株式会社制度の基本<sup>125)</sup>だと考えれば、取締役には広い裁量を認めるべきことになる。そして、防衛策の発動の是非の決定も業務執行であり、経営判断事項そのものに他ならないとして、アメリカ型の法制を志向することになろう<sup>126)</sup>。

しかし、アメリカ型の制度選択をすると、取締役の裁量の濫用化が危惧されるのであり、日本の裁判所が、防衛策の発動について株主総会決議を重視する（Ⅲ 2 参照）のは、この点と関わっていると見られている。つまり、日本では、アメリカと異なり、独立取締役が実務界に広く受け入れられている現状がないので、裁判所は、これまで形骸化が問題とされてきたにもかかわらず、株主総会決議に重きを置いているという見方がされているのである<sup>127)</sup>。このことから分かるように、アメリカ型の法制を採用し、それをうまく機能させるためには、独立取締役の普及など、企業買収法制を補完するほかの社会的インフラも整備される必

要がある<sup>128)</sup>。そうしたインフラ整備を前提に、アメリカ型を志向する論者も見られる<sup>129)</sup>。

仮に、買収防衛策規制が現在よりもアメリカ型に近づくと、防衛策を発動するハードルが下がるので、企業買収は今より抑止される虞がある。そうすると、買収者と被買収者の適切なバランス・市場の経営監督機能の観点から、公開買付規制を緩和する方向で見直す必要があるかもしれない<sup>130)</sup>。

他方、取締役の裁量の濫用化を防ぐ観点からは、イギリスの中立義務が注目されるどころ、先述のとおり、日本の裁判所はこれに近い株主意思を重視する考え方をとっている（Ⅲ2参照）。しかし、裁判所が防衛策の導入・発動に高いハードルを課していることは<sup>131)</sup>、日本の公開買付規制における全部買付義務の閾値がイギリスより高いことや、強制公開買付制度の適用範囲もイギリスより狭いこと（Ⅲ1参照）などと相まって、日本の法的環境を、濫用的買収者が活動しやすいものにしてしていると批判されている<sup>132)</sup>。このように批判する論者は、裁判所が従来の考え方を変更する可能性は小さいことを前提に、強制公開買付制度・全部買付義務の条件を厳格化し、イギリス型の法制を目指すべきことを提案している<sup>133)</sup>。

また、企業買収は、株式会社制度の大きな柱である株式の自由譲渡性とも関わる。なぜなら、買収防衛策は、株式を売却して投下資本を回収し、会社から離脱することを希望する株主の株式売却を事実上制約する余地があるからである<sup>134)</sup>。この観点からは、イギリスのように、買収者に公開買付を強制し、全部勧誘義務・全部買付義務を徹底させることが、制度として、有効な選択肢となりうる。その際、被買収者の側で防衛措置を自由にとることができる、それに伴って公開買付の買付条件の変更・撤回のリスクが生じるので<sup>135)</sup>、やはり中立義務もセットで考えてみる必要がある<sup>136)</sup>。

もっとも、アメリカにおいても、防衛策がユノカル基準の相当性の要件を満たすためには、排他的（preclusive）でも強圧的（coercive）でもなく、合理性の範囲内に収まることが必要であるとされており<sup>137)</sup>、買収に応じる機会を株主から完全に奪うものであってはならないので<sup>138)</sup>、株主の株式売却の自由に対する配慮はされている<sup>139)</sup>。したがって、株主の株式売却の自由を保障する観点から



見た場合でも、アメリカ型の制度の選択はありうるわけである<sup>140)</sup>。

このように、アメリカ型、イギリス型、いずれの法制によっても企業買収をめぐる問題への対処は可能であり、どちらの制度が望ましいか、一概にいうことはできない。ひょっとすると、日本のように、2つの型の混合形態の制度にも十分な合理性がありうるのかもしれない<sup>141)</sup>。そもそも、それぞれの制度の有効性を評価するには、たとえば、強制公開買付制度に伴う2つの効果（企業価値を下げる非効率な買収を防ぐ効果と効率的な買収をも抑止してしまう効果）などについての実証研究も必要になる<sup>142)</sup>。以上のほか、制度は相互に補完的であり<sup>143)</sup>、関連するその他の制度的インフラ・企業観・企業文化などとの適合性の中で考える必要があることを意識し<sup>144)</sup>、また、企業の選択肢を必要以上に制約することがないように留意して<sup>145)</sup>、今後の企業買収法制のあり方を検討していくべきである。

122) 投資家保護から公正な企業買収ルール構築へと向かったと評されることもある2006年の公開買付規制に関する改正を振り返り、座談会・前掲注68)17頁(岩原伸作発言)は、いまだ学者も実務家も将来の方向性を選び取ることができておらず、最終的な方向性の決断は先送りして、今後の日本経済社会全体の流れの中で考えていくことにしたのが2006年改正の本音のところだとしている。

123) 神田・前掲注6) (信託227号)113頁参照。

124) 拙稿「会社法入門——株式会社法への視座」法学セミナー665号(2010年)19頁以下を参照されたい。

125) 神田・前掲注6) (信託227号)118頁、鬼頭・前掲注13)10頁参照。

126) 落合誠一『会社法要説』(有斐閣、2010年)207頁参照。もっとも、経営事項について経営者が比較優位性を持つことに所有と経営を分離することの意義を見いだす立場からも、公開買付のオファーを受け入れるか否かの決定については、経営者は何ら株主に対する比較優位性を持ち得ないので、この決定は株主自身に委ねられるべきであるという指摘が見られる(Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1198 (1981))。

127) 落合誠一「独立取締役の意義」新堂幸司=山下友信編『会社法と商事法務』(商事法務、2008年)219頁以下、245頁、Osugi No.1, supra note 11, at 154参照。なお、大杉教授は、買収防衛策指針が株主意思を重視した理由の一つにも本文中で述べたことをあげている(そのほかの理由として、日本では、従来、会社の支配権の帰趨は株主が決めるという考え方が強いことがある[同頁参照]。また、前掲注108)も参照されたい)。また、松尾直彦「買収防衛策と公開買付規制のあり方」金融・商事判例1299号(2008年)1頁は、日本のサラリーマンを中心とする企業社会では、社内取締役は監視義務の主体というよりもむしろ代表取締役から監視される客体となる虞があるから、裁判所が最終的に株主意思を尊重することには合理性があるという。

128) 前掲注57)を参照されたい。

- 129) 落合・前掲注127) 245頁注28では、アメリカにおいては、裁判所が独立取締役の意義を認めてその判断を尊重する姿勢を明確にしたことによって、独立取締役の導入が本格化した(裁判所が納得するような独立取締役の質・量を備えることが経営者の「防弾チョッキ」となると捉えられるようになった。宍戸・前掲注9) 46頁注125参照)ので、日本の裁判所も、そのような方向への前進をはかる判断を出していくべきであるとする。さらに、落合・前掲注126) 210頁は、東京証券取引所が上場規則で独立役員の増加を推し進めているので、そうした方向に積極的に取り組む会社が増えるにつれて、日本でもアメリカ型の考え方による対応が説得力を増すことになり、また、それは、敵対的買収の問題に止まらず、日本のコーポレート・ガバナンスの前進にも有益であるとする。
- 130) 前掲注54)と関連する本文を参照。
- 131) 買取者が経済的損失を被ることこそ抑止力になるという考え方を、裁判所が採用していない点にも注意されたい。
- 132) 藤縄・前掲注79) 21頁は、「市場取引であれば株式の買い増しが原則自由であり、経営者を脅かすことだけを目的とした株集めや強圧的な部分公開買付けが可能である」にもかかわらず、「米国のライツプランを真似た買収防衛策はあるが、裁判所はその導入および発動に高いハードルを課している」とする。  
もともと、強圧性の問題についていえば、公開買付規制ではなく、いわゆる二段階買収の二段階目の取引に反対する株主の買収請求における公正な価格を、特段の事情がない限り、公開買付価格を下回ることがないと解するなど、会社法による対応でも対処できる(伊藤靖史=大杉謙一=田中亘=松井秀征『リーガルクエスト会社法』(有斐閣、第2版、2011年)385頁参照)。
- 133) この論者は、制度を一律に厳格化することに問題があれば、各企業の選択に委ねることも考えられるとして、柔軟な法制度の導入を示唆している。たとえば、「定款にその旨規定すること(=株主総会の特別決議が必要)により、上場会社は、①一定割合(但し、20%を下回ることとはできない)以上の市場内で株買い集めを禁止し、TOBを強制することができる、②強制TOBのトリガーを3分の1から20%を限度として引き下げることができる、③全株買付け義務のトリガーを3分の2から20%を限度として引き下げることができる、などが考えられる。定款で拡大された強制TOBは、定款所定の方法(例えば、株主総会の普通決議)で解除できるようにすることも選択肢たり得る」とされている。以上につき、藤縄・前掲注79) 22頁、24頁注16、藤縄憲一「第23回企業価値研究会プレゼン資料」3頁(<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71026a04j.pdf>)を参照。
- 134) 鬼頭・前掲注13) 15頁~16頁参照。田中信隆「敵対的テイクオーバーに対する防衛策のデラウェア州法に基づくルールと戦略[2]」国際商事法務28巻5号(2000年)533頁以下、537頁注43も、取締役が防衛策を講じることは、株式譲渡自由の原則の実質的な制限を不可避的に伴うことを指摘している。
- 135) 鬼頭・前掲注13) 17頁注12参照。
- 136) Davies & Hopt No. 1, supra note 9, at 172-173 参照。
- 137) 別冊商事法務編集部編『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務289号(2005年)73頁、83頁(John C. Coffee, Jr. 意見)参照。
- 138) 田中・前掲注39) 5頁~6頁参照。
- 139) 田中信隆・前掲注134) 535頁も、ユノカル基準の相当性の要件を本文で述べた観点から捉えている。
- 140) アメリカ型の制度選択をする場合、防衛策の必要性和相当性が問題になるが、これに

については、「買収者による会社の利益や他の一般株主の利益の侵害に対する緊急避難として会社の利益保全のために既存株主の利益の侵害を容認してよいか」という図式で考えるべきである」という指摘がある(鬼頭・前掲注13)17頁参照)。

この指摘によれば、買収者の買付行為と対象会社の防衛行為の間には、基本的に「不正対正」という図式がないとして、防衛策を緊急避難のように考えることになるが、緊急避難であれば、ほかに方法がないときに補充的に認められる(正当防衛であれば、防衛の必要があり効果のあるものである必要はあるが、逃げられる場合でも反撃してよい。浅田和茂=内田博文=上田寛=松宮孝明『現代刑法入門』(有斐閣、第2版補訂、2008年)82頁参照)ことになるので、正当防衛の図式で考えるときよりも防衛策の導入・発動のハードルは上がることになる。日本の裁判所が防衛策の導入・発動に高いハードルを課していること背景には、こうした発想の影響もあるのかもしれない。

- 141) 徳本・前掲注9)148頁注35は、欧州型の法規制と米国型の法規制の中間に位置づけられる日本の法規制は、「一方において、株主利益や株主意思の尊重を原則としながら、例外的に対象会社の経営者が対抗措置をとるという可能性を認め、他方において、強制公開買付制度や全部買付義務を限定した形で導入し買収者の行動を規制しながら株主や投資者の保護を図りつつ、対抗措置の発動等に応じた公開買付の撤回や買付条件の変更を許容して買収者のリスクを軽減しているといえる。そして、こうした法規制の在り方を通して、わが国なりに、対象会社と買収者のバランスを図ろうと努力している」とする。

他方、宍戸・前掲注9)29頁は、「日本は、買い手に対する規制はイギリス型を志向し、売り手に対する規制はアメリカ型を志向しているように見え、全体としてのバランスを取る視点に欠けている」という。

- 142) Berglöf & Burkart, *supra* note 77, at 196, 198. なお、公開買付規制を実証的に検証する試みは、日本の法学者によっても行われはじめている。たとえば、飯田・前掲注26)を参照。

- 143) ある制度の働きは、他の制度の存在によって強められる、—ある制度要素を他の要素から独立に変更しようとしてもその有効性は限られる—、のであり、制度的補完性(institutional complementarity)と呼ばれている(青木昌彦『経済システムの進化と多元性—比較制度分析序説—』(東洋経済新報社、1995年)91頁参照)。

なお、法制度の各パート間の相互補完性に着目し、法制度をインセンティブ・システムという観点から体系的に捉え、「企業法(企業における動機付け交渉に影響を与える様々な法制度の総称)」の全体像を描く試みとして、宍戸編・前掲注9)がある。

- 144) パネル・ディスカッション・前掲注94)188頁~189頁(ミルハウプト発言)参照。

関連して述べると、制度は、経済的な要因(競争力など、前掲注7)でいう収斂論に傾く要因)だけで決まるわけではなく、その社会における政治経済上の力学の中で、戦略的に選択される面(経路依存性を意識した非収斂論に傾く要因)があることも踏まえておく必要がある。このことを意識させるコメントを2つ紹介しておく。

Osugi No.2, *supra* note 11, at 51 は、2005年の企業価値報告書について、以下のように述べている。当時、日本の上場会社の経営者が、敵対的買収からの保護を望む中、官僚は、この要請と、外国からの対日直接投資を促進するという政策の適切なバランスをとる必要があった。そして、「企業価値」という概念は、株主利益とも、ステークホルダー全体の利益とも解釈されうる曖昧な概念であるがゆえに、妥協点として採用されたものであったのだ、と。

また、座談会・前掲注113)40頁~41頁(神田秀樹発言)は、以下のようにいう。投資家は、株価を投資の目的にする一方で、日本の伝統的な経営者には、株価は経営の目的

ではなく、経営の結果であるという考え方があつた。そのため、敵対的買収において、株価を高めるための提言をしてもそれは受け入れられない。そこをどのように乗り越えていくのかが将来の大きな課題である、と。

- 145) 柳川・前掲注86) 82頁。イギリス型の制度は、企業の選択肢を狭める可能性があることにつき、太田洋『『親子上場』問題について』神田秀樹=小野傑=石田晋也編『コーポレート・ガバナンスの展望』(中央経済社、2011年) 133頁以下、157頁~159頁、座談会・前掲注68) 14頁~15頁(石綿学発言)などを参照。