The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	強制的公開買付けの目的に関する立法論的考察
Author(s)	吉本, 健一; 松中, 学
Citation	阪大法学. 2006, 55(6), p. 1-33
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/54965
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

論　説

強制的公開買付けの目的に関する立法論的考察

吉本健一
松中学

目　次

第一章　はじめに
　第一節　序
　第二節　現行法の状況
　第三節　本稿の目的および検討の順序
第二章　強制的公開買付けの機能・目的
　第一節　序
　第二節　四つの機能
　第三節　強制的公開買付けの合理性についての議論と目的の関係
　第四節　小　括
第三章　強制的公開買付けのコストとその合理性に関する議論
　第一節　序
　第二節　コスト

（阪大法学）55（3･4-1）1551〔2005.11〕

第三節　コストと強制的公開買付けの合理性に関する議論の関係
第四章　結　び
第一節　ま と め
第二節　残された課題

第一章　は じ め に

第一節　序

証券取引所に上場されている株式会社の支配権を取得するには、様々な方法が考えられる。公開買付けも一つの方法である。既に支配株主[1]がいるのであれば、相対取引によることも考えられる。しかし、わが国ではそれはできない。証券取引法二七条の二第一項により、有価証券報告書提出会社の株券等については、市場外で「著しく少数の者」からの買付け等を行う場合でも、その結果、株券等所有割合が三分の一を超えるのであれば、公開買付けによらなければならないからである。このように、一定の会社の支配権の変動につき市場外での相対取引を禁止し公開買付けを強制する制度は、「強制的公開買付け」や「公開買付けの強制」と呼ばれる[2]。

強制的公開買付けの機能や目的については、その立法論的合理性に関連して様々な議論がある。とりわけ、近時、強制的公開買付けの合理性に関して様々な立場からの議論がなされている[3]。それにもかかわらず、強制的公開買付け制度の機能ないし目的については、なお明らかであるとはいいがたい。強制的公開買付け制度の合理性を検討するにあたっては、まず、その機能と目的をどのように考えるのかが重要である。また、強制的公開買付けには様々なコストも伴い、これも議論に関わってくる。

そこで、本稿は、強制的公開買付け制度の目的とその機能、そして、そのコストについて整理し、立法論レベルでのこの制度の合理性についての議論において、何が決定的な要素となっているのかを検討するものである。

第二節　現行法の状況

一　概　観

まず、現行法の状況を概観する。証取法二七条の二第一項により公開買付けが強制されるのは、有価証券報告書提出会社の株券等につき有価証券市場外で買付ける場合である。強制の対象とならない例外が同項一号から六号[4]に定められている。この内、強制的公開買付けについては五号が重要となる。同号では、著しく少数の者からの買付けを例外としている。しかし、同号の括弧書きにおいて、買付者とその特別関係者の株券等所有割合の合計が三分の一を超えない場合に限るとされている。そのため、相対取引による支配株式の取得は禁止されることになる。

二　適用範囲の変化

強制的公開買付けの適用範囲は、近時の証券取引法の改正で変化している[5]。平成一五年改正では、関係会社からの買付けや著しく少数の者に対する担保権の実行等につき適用除外の拡大が図られた（証取法二七条の二第一項六号[6]、証取法施行令七条五項二号ないし五号[7]）。続く平成一六年改正により、社債のような株券等以外の有価証券について有価証券報告書を提出している会社の株券等は適用範囲から除かれた[8]。他方、同年改正では、適用対象となる証券に投資法人の発行する投資証券も含まれることになった（施行令六条一項三号）。

平成一七年の証券取引法改正[9]では、公開買付けが強制されない取引から立会外取引が除かれることが明示された[10]。すなわち、ライブドアによるニッポン放送株式の取得に用いられたToSTNeT-1のような立会外取引は、改正後

の証取法二七条の二第一項にいう「競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの」（特定売買）として、公開買付けが強制されることになった。(11)

第三節　本稿の目的および検討の順序

本稿の根底にあるのは、公開買付けの強制により後述の機能・目的を達成することは必要であろうか、また現行の法規整はこれを効果的に果たせるものなのであろうか、公開買付けの強制に伴うコストを併せると他の規整による方が望ましいかもしれない、という問題意識である。

これらのことを考える前提として、まず、機能・目的間の関係を整理することが必要ではないかと考えたのである。また、そこには、公開買付けを強制することにより生じるコスト――とりわけ、効率的な支配権移転を阻害することに関して――も関係してくる。そのため、強制的公開買付けの合理性に関する議論において問題となるコストについても整理する。

これらの検討から、強制的公開買付け制度の合理性に関する議論において決定的となるのはどのような点なのかを立法論的観点から検討することが本稿の目的である。さらに、その中で従来見落とされてきた、あるいは、あまり注目されなかった点についても指摘したい。

検討の順序は、次の通りである。まず、第二章において、強制的公開買付けの機能ないし目的について整理する。そこでは、情報開示・支配権移転の選別・支配株主の支配権濫用からの一般株主の保護に加えて、支配株主と一般株主の平等扱いを扱う。前三者については、そのメカニズムと相互関係、および強制的公開買付けの合理性に関する議論との関係を検討する。平等扱いについては、他の三つとは別の独立した強制的公開買付けの目的となるのか

を検討する。

次に、第三章において、強制的公開買付けがもたらすコストについて、どのように生じるのか、およびそれが強制的公開買付けの合理性に関する議論とどのように関係しているのかを検討する。ここで中心になるのは、強制的公開買付けにより、効率的な支配権移転が抑止されるというコストである。

なお、本稿の検討の対象は、既に支配株主が存在している場合についてである。本稿は、そのような会社の支配権を取得しようとする場合（支配権の移転）に相対取引を禁止するルールについて検討するものである。それゆえ、株主が分散している状況で新たに支配株主が登場する場合（支配権の形成）については本稿の検討の対象外である。

第二章　強制的公開買付けの機能・目的

第一節　序

ここでは、支配権の移転の際に公開買付けを強制するルールの目的となりうる機能とその相互の関係について検討する。

現在のところ、強制的公開買付けの機能は、（i）情報開示による一般株主の保護、（ii）効率的な支配権移転を抑止せずに非効率的な移転を抑制すること（支配権移転の選別）、（iii）支配株主の支配権濫用からの一般株主の保護、および（iv）対象会社の株主の平等扱い、の四つに集約することができよう。これらが強制的公開買付けを説明する目的となりうる。以下ではこれらの詳細、および強制的公開買付け制度の合理性に関する議論の中で、それらがどのように位置づけられ、何が決定的な要因なのかを検討する。

第二節　四つの機能

一　情報開示による一般株主の保護

強制的公開買付けにおける情報の開示は、次の二つの側面に分けて考えることができる。強制的公開買付けは、これらの両方の側面を通じて対象会社の一般株主[12]を保護しようとしているといえる。

まず、支配権の移転に関する情報を開示させる側面がある。支配権移転に関する情報は一般株主にとっても重要と考えられるが、支配権の移転に相対取引を許容すると、当事者以外の者にはその情報が十分に開示されないおそれがある。そこで、公開買付けによらしめることで、それらの情報を広く投資者一般に開示させるというものである。すなわち、情報開示をさせるためのスキームとして公開買付けを利用させるのである。

他方、公開買付けであることから要請される情報開示の側面も考えられる。これは、公開買付けという株式取得の手法をとる場合に、対象となる一般株主の情報不足から利益が害されるおそれがあることから、十分な情報を与えて合理的な判断をできるようにするためのものである[13]。

後者の側面のみに着目すると、少数の者との間で行われる支配権移転取引では、譲渡人側も相応の情報および交渉力を有していることが期待できるので、相対取引による支配権移転を禁止して公開買付けの規制を及ぼす必要はないことになる[14]。しかし、その場合でも、支配権の移転に関して情報開示をさせるために公開買付けを強制する第一の側面は、残されている[15]。

二　支配権移転の選別

わが国の強制的公開買付けのような規整（機会均等ルール）は、望ましい支配権移転と望ましくない支配権移転を選別する機能があるといわれる[16]。すなわち、効率的な支配権移転[17]を抑止することなく、非効率的な支配権移転を

抑止するというのである。[18] ただ、前者については、アメリカで Andrews が機会均等ルールを提唱した直後から、効率的な支配権の移転が抑止されることが指摘されてきた。[19] このことはわが国の議論でも早い段階から認知されており、[20] 少なくとも現在では効率的な支配権の移転をある程度抑止してしまうことは、強制的公開買付けに肯定的な立場も認めている。[21] そこで、過剰抑止については、コストについて検討する中で（第三章第二節一）みることにする。

支配権移転の選別に関しては、むしろ、非効率的な移転を抑止する機能が重要であろう。これは、非効率的ではあるが、買付者が移転後に私的利益[22]を得ることで利得できるような支配権の移転を防止できるというものである。機会均等ルールがこのような機能を持つのは、次のようなメカニズムによる。[23]

このルールの下では、買付者は支配株主とそれ以外の一般株主に同じ条件でオファーをしなければならない。すなわち、両者に同じ買付価格と買付けの割合が提示される。そうすると、相対取引が許容される場合と異なり、支配株主は一般株主が手にできないプレミアムを取得することはできない。

この場合に、買付けが成立するには次のような条件が満たされなければならない。応募株式数が買付株式数を上回る場合には、按分比例による買付けがなされることを前提とすると、[24] 支配株主がオファーに応じるには、支配株主の移転前の状態（保有する株式の株式価値＋私的利益[25]）を移転後の状態（売却した株式の買付価格＋手残り株の株式価値）が上回っていなければならない。[26] これが満たされる場合、私的利益が常にゼロ以上であるとすると、移転後の既存の支配株主の状態は常に移転前の株式価値以上となる。移転前の時点の一般株主の状態は、株式価値のみ（支配株主と異なり私的利益は有しない）なので、支配株主が応じる条件が満たされる場合は、一般株主も少なくとも損をしないことになる。[27]

次に、買付けが成立するためには、買付者（新支配株主）が買付けにより損をしないとの条件も満たされなければならない。移転後に既存の支配株主も一般株主も損をせず、かつ、買付者が何らかの利益を得るためには、単に他の株主を害して利益をあげるのではなく、企業全体の価値（株式価値＋私的利益）を向上させなければならない。[28] そうすると、買付者は移転後に企業全体の価値を向上できるという見通しを有しないと支配権を取得しようとしない。すなわち、移転後に企業全体の価値が下落する非効率的な支配権の移転は抑止される。

このルールの下では、移転前は私的利益を享受していた既存の支配株主が移転後に一般株主と同じ立場におかれることになるため、移転後に（移転前に得ていた）私的利益を補って余りある状態にならなければ買付けに応じないことがポイントとなっているといえる。[29]

三　支配株主の支配権濫用からの一般株主の保護[30]

支配権の移転に公開買付けを要求することで、支配株式を保有しない対象会社の一般株主にも株式の売却機会が与えられる。[31] それにより、一般株主が望ましくないと考える支配者の出現前に対象会社から退出することができ、事前に保護されることになる。

強制的公開買付けによって一般株主を保護することの意味は、まさに事前の退出権を与えることに集約できるだろう。すなわち、支配権の移転が生じて不利益を受けてからではなく、受ける前に支配株主と同じ条件で株式を処分できるため、事後的な救済の問題が回避できるのである。[32] これにより、結合企業法制や支配株主の信認義務の法理などの事後的な救済のための法制度が整っていなくても、一定程度の保護を達成できる。[33] また、たとえそのような法制度があったとしても、そのエンフォースは容易でないかもしれない。規整の内容がそもそも曖昧とならざるをえないかもしれないし、[34] 一般株主が被った損害の算定や支配株主の行為との因果関係の立証が困難であるなどの

問題[35]が生じるからである。強制的公開買付けにより、これらの問題も回避できる。

ただし、わが国の強制的公開買付け制度は、完全に退出する権利を保障しているわけではない。公開買付けを行う場合でも、全株買付義務がなく買付予定数を超える応募があれば按分比例となる（証取法二七条の一三第五項）からである。そのような場合には、既存の支配株主も一般株主も持株の一部が残存し、新しい支配株主の下で少数株主として残存することになる。

もっとも、もし、新しく支配株主になろうとする者（買付者）が行うであろう全ての私的利益の引き出しを既存の支配株主が自らの利得の計算に織り込んでいれば[36]、一般株主の保護も完全になされる[37]。本節二でみたメカニズムにより、支配権移転が生じる場合には、按分比例により少数株主としてなお移転後の会社に残存するとしても、既存の支配株主も一般株主も損害を被らない。つまり、一般株主は支配権移転前に比べて悪い状態にはおかれず、完全に保護されることになる。

逆に、少数株主として残存することで完全には保護されないのは、この仮定が成立していない場合、すなわち、既存の支配株主が買付者によって将来行われるであろう私的利益の引き出しを過小評価している（移転後の株式価値を過大評価している）場合である[38]。具体的には、例えば、買付時には全く想定できなかった手法で、私的利益の引き出しが行われるといったものが考えられる。現実には、買付者による将来の私的利益の引き出しの可能性を全て織り込むことは困難であろう[39]と考えられるので、その限りでは一般株主の保護は完全なものにはならない。

四　対象会社株主の平等扱い

強制的公開買付けのルールは、支配権移転に際して対象会社の株主の平等扱いを要請しているという見方もある。強制的公開買付けは平成二年改正によって導入されたものであるが、立法に際して対象会社の株主の平等扱い自体

を目的としていたのかは、必ずしも明らかではない。立法担当者の解説[40]でも、明確に触れられているわけではない。そもそも、支配権の移転に際して相対取引を禁止して公開買付けを強制する理由自体が明確にされていたわけではないとの指摘もあり[41]、結局のところ立法時の考えは明らかではない[42]。他方、特に強制的公開買付けの導入からあまり時間が経っていない時点では、学説では平等扱いそれ自体が目的であるととれる説明がなされるのは珍しくなかった[43]。

公開買付け規整の中の平等扱いを要求する規定の存在から、平等扱いが目的であるとも考えうる。しかし、強制的公開買付けに批判的な立場からは、株主の平等扱いは公開買付けの規整における手段にすぎず、平等扱い自体を目的とする見解は、目的と手段を取り違えて手段を自己目的化していると批判されている[44]。わが国の公開買付けの規整の中で投資家の平等扱いを要求している規定は、情報開示の確保や制度濫用防止の観点からも説明できるからである[45]。

結局、問題は、これまでに論じてきた強制的公開買付けの三つの具体的な目的とは別の独立した目的として、支配株主と一般株主の平等扱いが存在するのかであろう。すなわち、支配権移転の局面において、それらの目的の達成とは別に支配株主と一般株主の平等扱い自体が要請されるかである。

このような支配権移転時の対象会社株主の平等扱いを問題とする場合には、漫然と平等扱いをいうだけでは十分でなく、具体的にどの点に焦点を合わせて平等扱いをするかを明確にする必要があろう。例えば、一般株主に対する情報開示での平等性を確保するのであれば、それは（i）の機能に吸収される。また、一般株主に対する株式売却機会の平等性確保と捉えるならば、それは（iii）の機能と重なり合ってくる。ただ、（iii）では、売却機会の確保それ自体ではなく、それによって新支配株主による支配権の濫用から逃れる機会（退出権）を確保することが、

その機能として考えられている。

これに対して、平等扱い自体を強制的公開買付けの機能とみる場合には、株式を売却して会社から退出できることこそがその機能であるとみることになる。しかも、それは、単なる退出機会の確保ではなく、既存の支配株主と同一の条件での退出、すなわち支配権プレミアムへの平等参加の確保を意味するものであるといえよう。対象会社株主の平等扱いは、突き詰めると支配権プレミアムへの平等参加を意味すると考えられるのである。

近時は、わが国の強制的公開買付けを肯定的に捉える見解や規制強化もありうるとする見解も、支配株主と一般株主の平等扱い自体を目的としたり、そこから演繹的に具体的な規整内容を導くことには否定的なものがある。[46]

なお、近時でも、証券市場における理念としての投資家の平等から、強制的公開買付け制度を説明しようとする立場もある。すなわち、① 証券の流通市場は徹底した情報開示と投資者の平等取扱いを原理とするところ、② 公開買付規制は、流通市場を有する有価証券の市場外取引についても可能な限りこの原理を及ぼうそうとする規制である。そして、③ 強制的公開買付けも同様であり、平等扱いを含む流通市場の原理を市場外取引にも及ぼすところに意義があるとするものである。[47]

結局、支配株主と一般株主の平等扱いを手段としてならともかく、支配権プレミアムの平等分配に他ならない、独立した目的というには少なくともさらなる根拠が必要であろう。従来の議論では格別の根拠は示されておらず、また、直前に触れた近時の立場も広範な支持を受けているとはいいがたい。さらに、支配権プレミアムの源泉[48]を考えると、非効率的な支配権移転の抑止や一般株主の保護とは別に、支配権移転の局面においてプレミアムを一律に平等分配する根拠があるのか疑わしい。そこで、以下では、ひとまず、平等扱いを独立した目的とはせずに検討を続ける。

第三節　強制的公開買付けの合理性についての議論と目的の関係

それでは、強制的公開買付け制度の合理性に関する議論と上でみた機能ないし目的の関係はどのようなものであろうか。さらに、そこで決定的な要因となっているのは何であろうか。以下ではこれについてみていくことにする。

第一に、（i）情報開示は、それ自体で支配権の移転につき相対取引を禁じる理由にはならない。そもそも、公開買付けをすることに伴う情報開示（第二の側面）は、まさに一般株主を対象とする公開買付けを使わせるからこそ必要となる規制である。情報の非対称が存在せず、提供圧力もないような、対等な者の間の相対取引ではそのような情報開示を強制する必要はない。[49]

そして、支配権の移転について投資者一般に情報開示をさせるべきだとしても（第一の側面）、それを公開買付けを強制することで達成しなければならないとは直ちにはいえない。相対取引を許容しつつ、支配権の移転に関する情報開示を買付者（と支配株主）に要求する制度も考えられるからである。[50]

したがって、（i）のみによって、第三章第二節で述べるようなコストを踏まえた上で強制的公開買付けを正当化するのは難しいといえる。むしろ、（ii）支配権移転の選別および（iii）支配株主による支配権濫用からの一般株主の保護との関係で、（i）の第二の側面が必要となるに過ぎない。[51] そうすると、（i）は、これだけで強制的公開買付け制度の合理性を説明できる目的とはならず、あくまでも補助的な目的でしかないことになる。

第二に、機会均等ルールを肯定的に捉える論者も指摘するように、強制的公開買付けの合理性に関して（ii）支配権移転の選別の機能は決定的とはされていない。[52]（ii）には効率的な支配権移転を抑止せず、非効率的な支配権移転を抑止するという二つの側面があるが、効率的なものを抑止してしまうことは否定できない。[53] そして、非効率的な支配権の移転を抑止するには他の手段も考えられよう。

とはいえ、機会均等ルールが少なくとも理論的には非効率的な支配権の移転を抑止するのは確かである。[54] また、支配株主が存在する場合に、非効率的な支配権の移転を他の手段により事前に防止するのは難しく、その限りではこの機能は重要といえる。つまり、事前の抑止の必要があるのに、他の手段による事前の抑止がされえないのであれば、(ii) を強制的公開買付けにより達成する必要があるといえる。さらに、買付者が支配株主となって私的利益を得て利得するタイプの非効率的な支配権移転を抑止できるのであれば、その限りで一般株主の保護が事後的に問題となる場面が減少する。すなわち、(ii) を達成することで (iii) 支配株主による支配権濫用からの一般株主の保護も部分的に達成される側面がある。[55]

したがって、これらの二つの点から (ii) は強制的公開買付けを正当化するための目的の一つとなりうるであろう。ただし、それは強制的公開買付け制度の合理性に関して、決定的な要因とまでいえるか疑問が残る。

そうすると、第三に、強制的公開買付けの合理性を検討するに際して決定的になるのは、(iii) 支配株主による支配権濫用からの一般株主の保護という機能であるかもしれない。すなわち、支配権の移転に際して強制的公開買付けにより、新支配株主による支配権濫用からの一般株主の保護を達成するべきかについての認識が、その合理性の議論における決定的な要因の一つになっていると考えられるのである。

一般株主の保護についての認識にはやや次元の異なるものが含まれる。そこで、強制的公開買付けの合理性に関する議論が、どの次元でどのように対立しているのかをみるため、一般株主の保護に関する認識をいくつかの次元に分けることとする。

一般株主の保護に関しては、まず、(a) 支配権の移転における一般株主の保護の必要性についての認識と、(b) 一定のレベルの保護を達成するための規整の方法（の有効性）についての認識に分けられる。(a) は、さ

らに、（a_1）そもそもどの程度の保護がされるべきかと、（a_2）保護が必要な場面がどれほど生じるかについての認識に分けることができる。これらに従って、強制的公開買付けの合理性に関する議論を整理すると次のようになる。

強制的公開買付けに批判的な立場は、（a）について、支配権移転の場面では支配権形成の場面より必要な保護の度合いが低いと主張する（a）[56]。また、買付者による支配権の濫用につき譲渡人（移転前の支配株主）が責任を負うべき場合は例外的であるとも論じる（a）[57]。

他方、肯定的な立場はそうではない。（a_1）必要な保護の程度については、支配株主と同じ条件で持株を売却するという事前の保護が、少なくともある程度は必要との認識を前提としているのであろう[58]。また、支配権の移転の場合に特に必要な保護の程度が低くてもよいとも考えていない。（a_2）の保護が必要な場面については、批判的な立場が例外的だと指摘するのとは対照的に、どのように考えているのか必ずしも判然としない[59]。

前述のように、わが国の強制的公開買付けの規整では、いわゆる「手残り株」が生じ、退出権を認めるといっても限定的なものとなる。すなわち、支配株主と同じ価格で持株の一部を売却でき、かつ、より少ない割合の少数株主として残存する程度に保護されるだけであり、完全には保護されない[60]。そうすると、わが国の強制的公開買付けを積極的に支持する見解は、（a）の保護の必要性に関して、その程度で十分であるとの認識に立つか[61]、少なくともこの程度の保護は不可欠であると考えることになろう[62]。

（b）に関しては、批判的な立場からは、支配株主の信認義務の設定や不法行為責任の追及を通じて新旧支配株主による支配権の濫用から事後的に少数株主を救済できると主張される[63]。

他方、わが国でこのような手法により少数株主の保護を達成するのは困難であるとの認識が当初より示されている[64]。また、肯定的な立場からは、会社法における支配株主の信認義務の内容が明確ではなく、事前規制を撤廃する

とそれによる法的安定性が損なわれる可能性が指摘されている。[65] さらに、買付者の側の義務の設定は会社法の射程から外れるため、会社法における判例法でその行為を規制するのは期待しがたいとも指摘される。[66]

譲渡人の責任に関する判例がわが国で発展していないとの批判に対して、批判的な立場からは、強制的公開買付けの制度が存在しないアメリカでもそのような判例が確立しているわけではなく、わが国においてのみ事後的救済が困難なのではないとも反論される。[67] しかし、これは、事後的救済が困難であるとの（b）に関する指摘に直接答えるものとはいいがたい。[68]

なお、強制的公開買付けとの関連で論じられることはほとんどないが、支配株主の支配権濫用から一般株主を保護するための規整としては、制定法による結合企業法制の整備も考えうる。結合企業法制が整備され、事後的な一般株主の保護が十分になしうるのであれば、支配権移転の時点で支配権濫用からの一般株主の保護を懸念する必要性が低くなる。

これらの結合企業法制や支配株主の信認義務といった規整は、支配権移転の局面に止まらず、一般的に支配株主による支配権濫用から一般株主を保護しようとするものである。これに対して、強制的公開買付けは支配権移転の局面のみを対象とするものである。すなわち、それ以外の局面についてまで対処するものではない。[69] 支配権濫用一般とは別に、強制的公開買付けのような支配権移転の局面における特別な一般株主の保護が必要なのであれば、その理由を明らかにする必要があろう。

第四節　小　括

本章では、支配権の移転に公開買付けを強制する制度の機能・目的、およびそれとの関係で、そのような規整の

合理性に関する議論を整理、分析してきた。これらを小括すると、次の通りである。

まず、いずれの機能も単独ではわが国の強制的公開買付けを正当化するほど強い目的とはならないように思われる。(i) 情報開示は、いずれの側面も強制的公開買付けから切り離すことは可能である。(ii) 支配権移転の選別は非効率的な支配権移転の抑止に関しては期待できるが、効率的な支配権移転まで抑止してしまう。(iii) 一般株主の保護は、全株買付義務を課していないことから完全なものとはなりえない。

結局、強制的公開買付けは、(ii) を通じてある程度 (iii) を達成し、また (iii) が独立してある程度の保護をもたらすという複合的な目的を持ち、(i) がそのための補助的な目的となる制度とみることができよう。

その中でも、特に (iii) についての認識が、強制的公開買付けの合理性に関する議論では決定的となっているようである。さらに、(iii) は (a) 必要な保護の程度と (b) それを達成するための手段としての法制度についてに大別できる。肯定側からは特に (b) が強調される。また、(iii) と (iv) 支配株主と一般株主の平等扱いは、一般株主の支配権プレミアムへの参加を認めるべきか否かの認識に関わっている。

第三章　強制的公開買付けのコストとその合理性に関する議論

第一節　序

前章では、強制的公開買付けの機能と目的を合理性に関する議論との関連で検討してきたが、最終的な評価は、規整に伴うコストがそこで検討した目的を達成するのに見合ったものかによるといえそうである。そこで、そのコストとしてどのようなものがあるのか、コストに関する認識が合理性に関する議論にどのように関わっているかを検討する必要がある。

本章では、まず、強制的公開買付けに伴うコストについて整理し、次に、それらのコストについての認識と強制的公開買付けの合理性に関する議論の関係をみていく。

第二節　コスト

一　効率的な支配権の移転の抑止（過剰抑止）

第二章第二節二で触れたように、強制的公開買付けは、非効率的な支配権の移転だけではなく効率的な支配権の移転まで抑止してしまう効果がある。もちろん、相対取引による支配権の移転が許容されても全ての効率的な支配権の移転が生じるわけではない。[70] しかし、公開買付けが強制されることにより、強制されない場合よりも効率的な支配権の移転が生じにくくなる。それは、次のような理由による。[71]

前述のように、支配株主は、株式に反映される利益（株式価値）に加えて支配権を有することから一般株主が手にできない私的利益を享受できる。[72] ところが、強制的公開買付けの下では、支配株主は一般株主と同じ条件でしか持株を売却できない。すなわち、支配株主は一般株主と同様に保有する株式の数に応じた利益（売却価格×売却数＋手残り株の株式価値×手残り株数）しか得られなくなる。[73]

そうすると、たとえ買付者の下で企業全体の価値が向上するとしても、その中から既存の支配株主が移転によって得られる（株式数に比例した）利益は、移転前のより低い全体の企業価値の下で私的利益を引き出した場合よりも低くなる可能性がある。この場合は、全体的な企業価値は向上する（効率的な）支配権の移転であるにもかかわらず、支配株主が買付けに応じないことから支配権の移転は生じない。[74] 相対取引では、支配株主にのみプレミアムを分配することで移転前に得ていた私的利益を補うことができるが、強制的公開買付けの下ではそれができないの

で、一部の効率的な支配権の移転が抑制されるのである。

また、情報についての仮定を緩めると[75]、支配株主が手残り株の株式価値を過小評価してしまう場合も考えられる。すなわち、移転後に買付者が新しい支配株主となって引き出す私的利益について既存の支配株主が過大評価し、少数派として残存することを必要以上に恐れる場合である。これは、例えば、大きな私的利益を引き出してきた支配株主が、実際にはそうではないのに、買付者も自らと同様（あるいはそれ以上に）に大きな私的利益を引き出すのではないかと疑うようなものが考えられる。このような場合、按分比例により全ての持株を売却できない可能性のあるルールの下では、既存の支配株主は支配株式の売却を躊躇しかねない[76]。

さらに、上記のような一回だけの支配権の移転ではなく、何回にもわたる支配権の移転を想定すると、支配株式を取得した者が将来、自らその支配株式を売却したいと思ったときも、同様に支配権プレミアムの分配を強制されることになり、支配権プレミアムを独占することができない。そのことは、結局、潜在的な支配権取得希望者の取得時の行動に影響を与えうるのであり、公開買付けが強制されるルールの下における支配権の取得自体のインセンティブを低下させ、効率的な支配権の移転をも抑制することになろう。

二　その他のコストー公開買付け自体のコスト

上で述べた過剰抑止以外にも、それほど大きくないのかもしれないがコストは存在する。相対取引ならば不要な、公開買付けそのものに要するコストが支配権の移転にかかることになるからである。

第一は、公開買付けの開示規制に伴うものである。まず、公開買付けをする場合には、公開買付開始公告をしなければならない[77]。次に、公開買付者は公開買付届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない[78]。そして、公開買付説明書を作成し、買付けに応じようとする者に交付しなければならない[79]。第二に、公開買付代理人の手数料など

公開買付けに伴う事務費用が生じる。どれほど大きなものかは別として、これらには当然のことながら費用がかかる。[80] 第三に、公開買付けには一定の期間を要するので、[81] 支配権の移転に時間がかかることによるコストも生じる。

第三節　コストと強制的公開買付けの合理性に関する議論の関係

強制的公開買付けの合理性に関する議論では、これらのコストはどのように扱われているのであろうか。

まず、本章第二節二で述べた過剰抑止以外のコスト、特に公開買付け自体に要するコストについては、批判的な立場はとりあげている[82]のに対して、肯定的な立場は関心を払っていないようである。とりあげられていない以上推測でしかないが、肯定的な立場が関心を持たないのは、このコストはそれほど大きくないといえるからかもしれない。[83]「大きい」かどうかは議論の余地がありうるが、少なくとも、このコストのみで強制的公開買付けの制度を強く批判するのは難しいであろう。

そうすると、決定的なのは本章第二節一で述べた過剰抑止の方であろう。批判的な立場は、強制的公開買付けを批判する理由として、過剰抑止を重視している。[84] わが国では、子会社のまま上場する場合も多いことも、効率的な支配権の移転が阻害されることを重視する理由となろう。

当然、肯定的な立場も、過剰抑止を無視しているわけではない。効率的な支配権移転の抑止をできるだけ小さくする方向での立法論上の提案がなされているのは、その現れであるといえる。これは、例えば、既に三分の一を超える株式を有する株主がさらに市場外で買い増す場合を例外としたり、行政機関や自主規制機関に裁量を付与して適用除外を判断させるといった提案である。[85]

もっとも、このように過剰抑止を排除しつつも、最終的には一定の支配権移転が阻害されることもやむえをない

と考えるのであろう。[86] すなわち、上でみた強制的公開買付けの目的の達成（とりわけ支配権濫用からの一般株主の保護）には、ある程度の過剰抑止は仕方がないと認識しているといえそうである。

そして、強制的公開買付けのコストに関しては、代替的な規整の下でのコストについてどのように考えるかも関わる。強制的公開買付けを廃止しても、一定のレベルでそれらの目的を達成するのであれば何らかの代替的な手段が必要となり、それに伴うコストも勘案しなくてはならないからである。特に支配権濫用からの一般株主の保護に関しては重要となりそうである。[87]

批判的な立場は、強制的公開買付けという事前の規整よりも、支配株主の信認義務のような事後的な規整によって一般株主の保護を図ることを主張する。[88] これは、事後的に個別に対応する方が、一律に事前の規整を敷くよりもコストが低いと認識しているとも捉えられる。

しかし、事後的な個別の対応が必ずしも安定的に行われるわけではないし、エンフォースのためのコストもかかる。[89] 肯定的な立場はむしろ事前の規整によってこれらの問題を回避して法的安定性を確保することの重要性を主張する。[90] すなわち、他の手段の方が（法的安定性が失われて）コストが高くなってしまう可能性を示唆している。

なお、事後的な対応としては、結合企業法制の立法化という手段も考えられる。結合企業法制により、一般株主の事後的な保護を図る場合との比較も必要であろう。

さらに、第二章第二節二でみたように強制的公開買付けにより非効率的な支配権移転が抑止されるが、相対取引が認められる場合にはそのような移転の一部は生じうる。[91] これも、代替的な規整におけるコストとして考慮する必要があろう。[92]

第四章　結　び

第一節　ま と め

本稿では、強制的公開買付けの機能・目的、コストとこれらが強制的公開買付けの合理性に関する議論とどのような関係にあるのか、そして、それらの議論で何が決定的な要因となっているのかを検討してきた。その内容をまとめると次の通りである。

強制的公開買付けの機能は、情報開示、支配権移転の選別（特に非効率的な支配権移転の抑止）、支配権濫用からの一般株主の保護、および一般株主の平等取扱い（支配権プレミアムへの参加）の四つに集約でき、これらが目的となりうる。強制的公開買付けの合理性の判断は、このような具体的な目的との関係で捉えられる。そして、合理性に関する議論では、この内でも特に支配権濫用からの一般株主の保護が、目的として決定的な要因となっているように思われる。この場合の一般株主の保護は、保護の必要性、およびどのような手段でそれを達成するのかに分けることができる。強制的公開買付けの合理性に関する議論では、特に後者についての認識が大きく異なっているが、前者についてもおそらく異なっているといえる。

強制的公開買付けのコストに関しては、効率的な支配権移転まで抑止してしまうこと、および公開買付け自体に伴うコストがある。このうちで、重要なのは前者であり、強制的公開買付けに批判的な立場がこれを重視しているだけではなく、肯定的な立場もこれを認識している。ただし、最終的には「やむを得ない」ものと考えるか否かの認識は異なっている。また、強制的公開買付けのもたらすコストの評価は、その目的を達成する代替的な手段のもたらすコストとの比較も踏まえた上でなされなければならない。肯定的な立場は、特に事後的な一般株主の保護の

ための手段がもたらすコストを深刻なものと認識しているといえる。

第二節　残された課題

本稿では、以上のような検討を行ってきたが、強制的公開買付けの合理性については一定の立場を明確には示せていない。そこで、今後、（いずれの立場に立つにせよ）何らかの提言をする場合に残された課題をいくつか示し、結びとする。

第一に、第二章第三節で触れたとおり、支配株主から一般株主を保護する代替的な手段として（制定法による）結合企業法制を整備することも考えられる。[93] これには様々な形態のものが考えうる。一例としては、一般株主が支配権移転直後（あるいは移転時）に当該移転がなかったら有していたであろう価格で、自己の持株を新支配株主に買い取らせる権利を与えるといったものが考えられよう。このような代替手段の整備も検討する必要があろう。

もっとも、これまで結合企業法制がこのような代替的手段として顧みられなかった理由も考える必要がある。例えば、次のことが参考になろう。ドイツやポルトガルといった高度に発達した制定法による結合企業法制を有する国でも、支配権の移転に公開買付けを強制する制度がある。[94] また、ドイツでは（ドイツの）結合企業法制が強制的公開買付けの代替となるという伝統的な考えは、現在では少数派であるとする指摘もある。[95]

わが国の強制的公開買付けの制度がこれらの国の制度と大きく異なる面があることを考慮しても、これらのことからいくつかのことが考えられる。一つには、もしかすると支配権の移転に公開買付けを強制することには、本稿でとりあげたもの以外の目的があるかもしれないということである。第二に、支配権濫用からの一般株主の保護に関しては、事前の保護の重要な部分については、事後的な保護によって代替することができないのではないか、と

いうことである。

第二の課題としては、本稿でみた強制的公開買付けのもたらすコストをより減らす方策[96]についての詳細な検討がある。そのような方策で実効的かつ現実的なものがあるかどうかは、強制的公開買付けの合理性に関わってくるであろう。

第三に、他の支配権変動の局面との比較も必要であろう。それぞれの支配権変動の局面の異同を踏まえた上で、体系的に整合性のある規整がなされなければならないからである。

第四は、他の私的利益の引き出しの態様との関係である。強制的公開買付けに関する議論では、支配権移転の局面における一般株主の保護が鍵となっている。しかし、支配株主による私的利益の引き出しは、他の場面でも生じうる。そうすると、支配株主による私的利益の引き出しについて全体としてどのような規整がなされており、また、なされるべきかを検討し、その上で支配権移転局面でどのような規整をするべきかをみる必要がある[97]。

(1) 議決権の過半数を有しておらず支配株主とはいえないまでも、大きなブロックを保有している者についても同様である。以下では、両者を併せて単に「支配株主」とする。また、「支配株式」の語についても同様に大きなブロックの株式を含むものとして用いる。

(2) ＴＯＢ研究会『株式公開買い付け（ＴＯＢ）に関する調査研究』八頁（商事法務研究会、二〇〇二）。

(3) この問題に関して、公開買付けを強制する制度の導入以前に発表され、今なお影響力を有しているといえるのが、前田雅弘「支配株式の譲渡方法と株式売却の機会均等（一）（二・完）」論叢一一五巻四号六四頁、一一五巻六号五七頁（一九八四）である。比較的早い段階で批判的な立場を主張したのが、古山正明「公開買付規制の適用除外について」経営と経済（長崎大学）七二巻二号五三頁（一九九二）〔同『企業買収と法制度――公開買付規制の研究』四〇頁（中央経済社、二〇〇五）所収〕である（また、同「強制的公開買付制度について」経営と経済（長崎大学）八三巻四号六五頁（二〇〇四）〔同・前掲書八二頁所収〕参照）。近時の批判的な立場の代表的な論考は、ＴＯＢ研究会・前掲注(2)と、同研究会の

座長が続いて公表した、黒沼悦郎「強制的公開買付制度の再検討」商事一六四一号五五頁（二〇〇二）であろう。他方で、強制的公開買付けを肯定的に評価する研究や、イギリス（あるいはＥＵの企業買収指令）のような全株買付義務や市場取引も禁じるルールの導入を提案するものもある。前者として、家田崇「支配株式の取得方法」名古屋商科大学総合経営・経営情報論集四六巻一号二三頁（二〇〇一）。後者として、中東正文「日本における公開買付の現状と課題」浜田道代＝虞建新（編）『日中企業法制・金融法制の課題（ＣＡＬＥ叢書二号）』四八頁（名古屋大学法政国際教育協力研究センター、二〇〇二）。ごく最近では、戸田暁「米国法を中心とした公開買付制度の検討」商事一七三二号一三頁、二一頁（二〇〇五）が、強制的公開買付けに関して指摘されてきた様々な問題にも慎重に配慮しながらも、「公開買付規制を強化することすら検討に値する」としている。また、森本滋「公開買付規制にかかる立法論的課題――強制公開買付制度を中心に」商事一七三六号六頁、一〇―一一頁（二〇〇五）は、わが国の強制的公開買付け制度を存続させるべきとしつつ、一定の立法論的な問題を指摘する。

（4）　平成一七年改正（本節二および後掲注(9)参照）により、例外条項は一号から六号に定められることになった。後述するように、立会外取引などが「特定売買」として市場取引から除外され、移転後の買付者の所有割合が三分の一を超えない特定売買についてはなお強制的公開買付けの例外とする四号が、従来の三号の後に追加されたからである。

（5）　近時の証券取引法の改正と公開買付け規整については、森本・前掲注(3)六頁、森本滋「強制公開買付制度の適用範囲について」商事一七三九号八三頁（二〇〇五）で簡潔にまとめられている。

（6）　平成一七年改正により、改正前五号が、六号となった。

（7）　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〕」商事一六六三号二一頁、二六―二七頁（二〇〇三）参照。

（8）　田原泰雅「証券取引法の一部改正の概要」ジュリ一二八〇号二六頁、三〇頁（二〇〇四）参照。

（9）　「証券取引法の一部を改正する法律」（平成一七年法律第七六号）。同改正後の二七条一項本文は次の通り。

「その株券、新株予約権付社債券その他有価証券で政令で定めるもの（以下この章及び第二十七条の三十の十一（第四項を除く。）において「株券等」という。）について有価証券報告書を提出しなければならない発行者の株券等につき、当該発行者以外の者による取引所有価証券市場における有価証券の売買等（競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等

として内閣総理大臣が定めるもの（第四号において「特定売買等」という。）を除く。第一号において同じ。）による買付け等（株券等の買付けその他の有償の譲受けをいい、これに類するものとして政令で定めるものを含む。以下この節において同じ。）以外の買付け等は、公開買付けによらなければならない。」（傍線部は改正部分）

(10) 同改正前は、一般的には、立会外取引は証取法二七条の二第一項にいう「取引所有価証券市場」における取引であるとして強制的公開買付けの適用対象外と考えられていた。ニッポン放送事件の地裁決定（東京地決平成一七年三月一一日判タ一一七三号一四三頁）および高裁決定（東京高決平成一七年三月二三日判タ一一七三号一二五頁）参照。また、改正の議論でもそのような認識が示されている。「第二六回金融審議会金融分科会第一部会議事録」（二〇〇五年三月三日）〔池田参事官発言〕（「そして、法律の立て付けからしますと、公開買付規制の適用というのは現行、先ほど申しましたように取引所市場外で行われる場合が公開買付の規制の適用になっているわけですが、立会外取引で行われた場合には基本的に取引所市場内取引だということでありますので、公開買付規制の対象と考えていくのは難しい面がある。」）。

(11) 金融庁告示第五三号（平成一七年七月八日）により、東証のToSTNeTをはじめ各証券取引所の立会外取引が「競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等として内閣総理大臣が定めるもの」と指定された。また、金融庁「証券取引法の一部を改正する法律案の概要」（http://www.fsa.go.jp/houan/162/hou162_02a.pdf）一―二頁（二〇〇五）参照。

(12) 既に株主となっている者に限らず、新しく株主になろうとしている潜在的な株主を含む投資家一般を保護するものといえる。

(13) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『証券取引法入門〔新訂第二版〕』二二四頁（商事法務、二〇〇三）参照。

(14) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)九―一〇頁参照。つまり、公開買付けを強制するから必要になるのである。後掲注(49)の本文参照。

(15) ただし、このように考えることは必ずしも情報開示を目的に公開買付けの強制を肯定することにはつながらない。本稿第二章第三節参照。

(16) *See* William. D. Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505, 517-19 (1965). Andrews の機会均等ルールについては、前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号五九―六三頁でわかりやすく要約されている。

(17) ここでいう効率的な支配権移転とは、移転後に企業全体の価値が向上するような移転をいう。念のため付言すると、企業全体の価値とは、株主（支配株主および一般株主）に帰属する価値を意味し、それ以外のステークホールダーに帰属する価値は含まない。そして、株主に帰属する価値は、株主一般に帰属する価値（株式価値）と支配株主のみに帰属する利益である私的利益の価値を想定している。

(18) なお、支配権移転を公開買付けによらせないとしても全ての効率的な移転が起きるわけではない。単に強制的公開買付けにより抑制される効率的な移転が抑制されないだけである。後掲注(70)の本文参照。

(19) *E.g.*, George Javaras, *Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews*, 32 U. CHI. L. REV. 420 (1965); J. Spencer Letts, *Sale of Control and the Rights of Minority Shareholders*, 26 BUS. LAW. 631, 641-43 (1971). Andrews の見解に異を唱えるものの代表である Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698, 716 (1992) もこのことを指摘している。

(20) 前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号六一―六三頁で、過剰抑止に関するものを含む機会均等ルールに対する当時の批判が簡潔に紹介されている。

(21) 戸田・前掲注(3)二〇―二一頁。

(22) 私的利益とは、支配株主だけが得られ、一般株主は得られない利益である。それは、会社支配権の価値（支配権プレミアム）を構成すると考えられる。私的利益は、支配株主が企業である場合に両企業をグループとして運営することによるシナジー効果のうち、その会社以外の方に生じるものや、支配株主による利益相反取引・会社機会の奪取などが考えられる。すなわち、合法なものもあれば、違法なものもある。

(23) 以下の説明は、Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q. J. ECON. 957, 968-73 (1994) をもとにしている。また、支配権の変動に関するルールが効率的な支配権移転と非効率的な支配権移転に及ぼす影響については、Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J. L. ECON. & ORG. 368 (1993) も参照（ただし、全株買付義務を含むルールと相対取引を認めるルールの比較である）。

(24) ただし、Bebchuk の分析における仮定の下では、全株買付義務が課されるルールでも按分比例がなされるルールでも基本的にこの結論に影響はない。Bebchuk, *supra* note 23, at 968.

(25) 前述したように（前掲注(17)参照）、企業の価値は、各株式に反映される（保有する株式の割合に応じて比例的に享受される）株式価値と支配株主のみが手にできる私的利益（比例的に享受されない）に分けて考えられる。一株あたりの株式価値＝（企業全体の価値－私的利益）÷社外株式数となる。

(26) Bebchuk, *supra* note 23, at 970.

(27) *Id.* at 971. 私的利益が正の値になる場合には、支配株主が応じるときは常に一般株主は移転後により良い状態におかれることになる。

(28) *Id.* at 970. すなわち、株式価値は減少するが私的利益がそれ以上に増加することで新支配株主にとって「割に合う」ものとなる非効率的な支配権移転は生じえないのである。

(29) *See id.* at 971. なお、新旧支配株主および一般株主が有している情報について一定の仮定（後掲注(36)参照）が成り立たない場合は異なりうる。そのような場合につき、後掲注(38)とその本文参照。

(30) ここで支配権の濫用とは、支配株主がその支配権を行使することによって、一般株主が取得できない私的利益を獲得することを意味するが、それが合法とされているか違法とされているかを問わない。

(31) 機会均等ルールを評価する論者はこの目的を達成できることを重視する。前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号六三頁。また、戸田・前掲注(3)二〇頁、森本・前掲注(3)一〇―一一頁参照。

(32) 事後的な救済の問題を回避できるのは、一般株主を保護する（代替的な）手段の問題ともいえる。それぞれの立場からの議論に関しては、本章第三節参照。

(33) 前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号七五―七七頁、森本・前掲注(3)一一頁、注二五参照。

(34) 戸田・前掲注(3)二〇―二一頁参照。アメリカにおける事後的な規整も決して明確ではないことが指摘されている。*See* Einer Elhauge, *The Triggering Function of Sale of Control Doctrine*, 59 U. CHI. L. REV. 1465, 1480-81 (1992).

(35) さらに、損害の大きさによっては一般株主は合理的無関心からアクションを起こさないといった代表訴訟と同様の問題も生じるであろう。

(36) Bebchuk の分析では、基本的には、支配株主および買付者はそれぞれ移転前・移転後の企業全体の価値および私的利益について知っているものと仮定されている。Bebchuk, *supra* note 23, at 964.

(37) 全株買付義務があるルールとないルールについての分析の差異につき、前掲注(24)参照。

(38) なお、支配株主ではなく一般株主が買付者の私的利益を過小評価して（あるいは支配権移転後の企業全体の価値を過大評価して）、支配権移転後の株式価値を過大評価する場合にも一般株主が損害を被る可能性はある。ただし、これは手残り株が生じることに起因するものではない（全株買付義務があるルールの下でも生じうる）。*See* Bebchuk, *supra* note 23, at 973 n. 15.

(39) ただし、買付者の私的利益の引き出しを具体的には想定できなくても、その可能性が支配株主の利得の計算に織り込まれていれば過小評価は生じないか、生じてもその程度は小さくなる。

(40) 内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事一二〇八号二頁、五頁（一九九〇）は、少数者からの相対取引であっても「対象会社の支配権に移動が生ずるような場合には一般株主にも著しい影響を及ぼすものと考えられることから」原則として公開買付けを義務づけるとしているのみである。もっとも、その前の部分では、市場取引および相対取引以外につき原則公開買付けを強制する理由として、株主に株式の売却機会を平等に保障することをあげている。また、同「新しい公開買付制度〔上〕」商事一二一九号二頁、三―四頁（一九九〇）でも同様である。

(41) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)一〇頁。

(42) そもそも、導入当時に、強制的公開買付けについてどれほど深く検討がなされたのかについても疑う余地がありそうである。シンポジウム「企業買収」私法五四号一二七頁、一六二頁〔浜田道代発言〕（一九九二）参照（同制度自体は評価しつつも、「強制的公開買付の規制は、学界等であまり議論がなされたこともないままに、突然立法が進んだ、という印象を持っております」とされる）。

(43) 例えば、証券取引法研究会「証券取引法の改正について（二六）公開買付制度の改正について」インベストメント四五巻二号二七頁、二八、三〇頁〔岸田雅雄〕（一九九二）、証券取引法研究会「証券取引法の改正について（三〇）公開買付制度――強制公開買付制――について」インベストメント四六巻一号二六頁、二七頁〔神崎克郎〕（一九九三）。また、神崎克郎「公開買付制度の適用範囲―強制的公開買付制度に関連して」岸田雅雄＝森田章＝森本滋（編）河本一郎先生古稀記念『現代企業と有価証券の法理』一九三頁、一九七頁注六（有斐閣、一九九四）は、買付けの結果、買付者等の株券等の所有割合が三分の一を超える場合に公開買付けを強制する理由について「対象会社の支配権に重大な影響が及ぶこと

から、情報開示および投資者の平等扱いの要請が大きい」としている。

(44) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)一一―一二頁、黒沼・前掲注(3)五六―五七頁。

(45) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)一一頁。

(46) 戸田・前掲注(3)二一頁参照。もっとも、平成一七年改正に関する金融審議会の議論でも「平等扱い」は登場している。「第一二六回金融審議会金融分科会第一部会議事録」(二〇〇五年三月三日)〔池田参事官発言〕(「この点〔公開買付規制の適用範囲：筆者注〕につきましては、二月初旬にいわゆるニッポン放送株の取得に関しての動きがあります中で、東京証券取引所のToSTNeT-1、いわゆる立会外取引における株の大量の取得が行われたということについて、公開買付規制の適用が現行法上適用できないのではないかという、そういう議論の中で株主に平等の売却の機会を与えるという観点から公開買付規制の対象としていくことを検討する必要がないかという問題意識でございます。」)。もっとも、それ自体が目的なのかそれとも何らかの目的のための手段なのかは明らかではない。

(47) 上村達男「公開買付市場に対する法規制」企業会計五四巻三号三九頁、四二―四三頁(二〇〇二)。また、シンポジウム・前掲注(42)一五九―一六〇頁〔上村達男発言〕も参照。

(48) 前掲注(22)で述べたように、支配権プレミアムを構成する要素である私的利益は一律に違法なものとはいえない。そのため、全てが支配株主と一般株主に平等に分配されるべきとはいいがたいのである。

(49) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)一〇頁。

(50) 既に大量保有開示制度が存在するし、現行の制度に問題があるとしても、強制的公開買付けのコストを考慮すると、それを改善するのが本筋とも考えられる。ＴＯＢ研究会・前掲注(2)二四―二五頁参照。

(51) 換言すると(ii)と(iii)を達成するために(i)を達成する必要が生じるということである。本稿第二章第二節一参照。

(52) 前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号六三頁は、機会均等ルールが有益な取引とそうでない取引を峻別する機能を「強調することは失当であろう」としている。その上で、機会均等ルールが魅力的に思われるのは「株式譲渡による支配権移転という、いわば会社の基礎的変更に直面して、少数株主に支配株主と同じ条件で会社から離脱する機会が与えられるという点である」とする。

(53) 本稿第三章第二節一参照。
(54) 本稿第二章第二節二参照。
(55) ただし、逆に（iii）一般株主の保護のためには（ii）のうち非効率的な支配権移転の抑止が達成されなければならないというわけではない。
(56) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)二二―二三頁（ただし、二四頁注四二参照）。
(57) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)二一頁。
(58) 前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号六三頁の記述（本稿前掲注(52)の引用参照）はそのような認識を前提としていると考えられる。また、森本・前掲注(3)一〇―一一頁参照。
(59) もっとも、（a）の認識をさておいても、後述の（b）保護の手段についての考え方によっては強制的公開買付けを肯定することも可能である。すなわち、それほど一般株主の保護が必要ではないと認識しても、そのレベルの保護でさえ事後的には達成しえないと考えるのであれば、事前の保護の手段として強制的公開買付けを肯定できるかもしれない。
(60) 本稿第二章第二節三（特に前掲注(38)の本文）参照。
(61) 家田・前掲注(3)二九頁はそのような認識を明確に示している。
(62) さらに進んで、一般株主の保護の必要性についてこれでは不十分との認識を立つのであれば、立法論的には、全株買付義務の導入を主張することになろう。
(63) さらに、支配株主が取締役である場合には取締役としての義務をも負うことになる。ＴＯＢ研究会・前掲注(2)二一頁。
(64) 前田・前掲注(3)論叢一一五巻六号七六頁。
(65) 戸田・前掲注(3)二〇頁。
(66) 戸田・前掲注(3)二〇頁。
(67) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)二一頁。
(68) もっとも、この反論を信認義務を通じた事後的救済の道が明確に存在しないことは強制的公開買付けを維持する理由にならないとの主張と捉えるならば、むしろ、（a）の必要な保護の程度についての消極的な認識が間接的に現われたも

のといえそうである。

(69) 支配権プレミアムの分配との関連でいえば、次のようになる。支配権移転の局面では、支配権プレミアムが顕在化するが、これは主として支配株主が得ることができる私的利益の現在価値を反映したものであり、プレミアムつきで支配株式を売却することは、私的利益確保の一手段に過ぎない。支配株主は、通常の会社運営の過程や追出し合併によっても私的利益を得ることができる。そうすると、単に支配権移転の局面における支配権プレミアムの分配の規整をみるのではなく、私的利益を確保できる各場面における規整が整合的になるように検討しなければならないであろう。*See* Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *Doctrines and Markets : Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. PA. L. REV. 785 (2003). この点は、再度、若干触れることとする。本稿第四章第二節参照。

(70) *See* Kahan, *supra* note 23, at 372 ; Bebchuk, *supra* note 23, at 966-67.

(71) 以下の説明は、Bebchuk, *supra* note 23, at 971-72 によるとづく。

(72) 前掲注(17)、(22)、(25)参照。

(73) Bebchuk, *supra* note 23, at 972.

(74) *Id.*

(75) Bebchuk の分析における仮定については前掲注(36)参照。

(76) ただし、逆に既存の支配株主が新支配株主による私的利益の引き出しを過小評価するといった可能性も存在する。

(77) 証取法二七条の三第一項、施行令九条の三。公告方法は、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（公開買付府令）九条、九条の二で、公告すべき事項は同一〇条で詳細に定められている。

(78) 証取法二七条の三第二項。届出書に記載すべき事項については、同項一号ないし三号および公開買付府令一二条、第二号様式で、添附書類については同一三条で定められている。

(79) 証取法二七条の九第一項、二項、公開買付府令二四条。さらに、次のような開示が要求されている。買付期間末日の翌日に、当該公開買付けの結果（応募株券数等の事項）を公告または公表しなければならない（証取法二七条の一三第一項、公告につき施行令九条の三、公表につき同九条の四）。また、その日に結果を記載した公開買付報告書を内閣総理大臣に提出しなければならない（証取法二七条の一三第二項）。買付期間の終了後遅滞なく、買い付ける株券数等を記載し

た買付通知書を応募株主に送付しなければならない（証取法二七条の二第五項、施行令八条五項）。

(80) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)八頁注八では、公告費用を（日刊紙）二紙で一五〇〇万～二〇〇〇万円、説明書等の印刷費用を数十万～一〇〇万円、公開買付代理人の手数料を二五〇〇万～数億円としている。

(81) 証取法二七条の二第二項、施行令八条二項（二〇日以上六〇日以内）。なお、延長につき施行令一三条五号（訂正届出書が提出された場合（同号イ）、競争的公開買付けの公開買付開始公告がなされるか期間延長がなされた場合（同号ロ）に六〇日を超えた延長が認められる）。

(82) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)八頁参照。

(83) 前掲注(80)で引用した部分によると、否定的な立場から示されている額は全部合わせても最大で数億円である。

(84) ＴＯＢ研究会・前掲注(2)一、八、二一頁、黒沼・前掲注(3)五六頁、内間裕「株式公開買付制度の適用範囲に関する諸問題」商事一六四一号六一頁、六一頁（二〇〇二）参照。

(85) 森本・前掲注(3)一一頁、戸田・前掲注(3)二一頁。

(86) 戸田・前掲注(3)二一頁参照。

(87) 代替的な手段については、第二章第三節参照。

(88) 前掲注(63)とその本文参照。

(89) さらに、わが国の裁判所が対応する能力を有しているのかという問題もあろう。

(90) 戸田・前掲注(3)二〇頁参照。

(91) *See* Kahan, *supra* note 23, at 375-76 ; Bebchuk, *supra* note 23, at 965-66.

(92) 第二章第二節二でみてきたところとあわせると、効率的な支配権移転を促進するには相対取引を認める方がよいが、非効率的な支配権移転を抑止するには機会均等ルールの方がよい。つまり、専ら効率性の観点のみからみても、支配権の移転につき相対取引を認めるルールと（わが国のようなものであれイギリスのようなものであれ）機会均等ルールのどちらが望ましいのかは必ずしも明らかではないのである。*See* Bebchuk, *supra* note 23, at 974.

(93) 会社法成立時の両院における附帯決議八でも、いわゆる結合企業法制の検討が掲げられている（「企業再編の自由化及び規制緩和に伴い、企業グループや親子会社など企業結合を利用した事業展開が広く利用される中で、それぞれの会社

の株主その他の利害関係者の利益が損なわれることのないよう、情報開示制度の一層の充実を図るほか、親子会社関係に係る取締役等の責任のあり方等、いわゆる企業結合法制について、検討を行うこと。」)。

(94) Paul Davies & Klaus Hopt, *Control Transactions, in* THE ANATOMY OF CORPORATE LAW 157, 179 (Reinier Kraakman et al. 2004). なお、EUの企業買収指令における規整は、支配権の取得に全株につき公開買付けをなすことを強制する旨が規定されているなど、わが国の強制的公開買付けとは異なる点が多くある。同指令については、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事一七三二号四頁(二〇〇五)参照。

(95) Davies & Hopt, *supra* note 94, at 179 n. 93.

(96) 一部については、第三章第二節で若干言及している。これら以外にも、定款による個別的なオプト・アウトを認めるといったものもありうる。*See id.* at 180-81 (ヨーロッパにおける公開買付けの強制による支配権変動の抑制を緩和する様々な手段について).

(97) *See* Gilson & Gordon, *supra* note 69, at 786 (私的利益の引き出しには、会社に入ってくる利益の(利益相反取引などによる)持分割合に比例しない分配・少数株主の追出し・支配権の売却の三通りの手法があるとする。その上で、これらは実質的に代替的なものなので、三つの私的利益引き出しの手法に対する制限は「同時」または少なくとも整合的に決せられるべきであるとする。).