

論文

強制的公開買付制度とイギリス法（１）

小林 成光

第一章 序 論

第一節 本稿の目的

第二節 わが国における強制的公開買付制度の変遷

第三節 わが国における強制的公開買付規制の概説

第四節 わが国における強制的公開買付規制の議論（以上本号）

第五節 本稿の順序

第二章 イギリスにおける強制的公開買付制度

第三章 グローバル化された強制的公開買付制度

第四章 強制的公開買付制度の根拠

第五章 強制的公開買付制度の批判論

第六章 強制的公開買付制度の代替策

第七章 結論

第一章 序 論

第一節 本稿の目的

企業買収⁽¹⁾によって会社の支配権を取得する方法として、合併・事業譲渡・会社分割以外に、株式取得によるものがある。⁽²⁾

株式取得による買収の方法としては、第一に市場で数多くの株式、新株予約権付社債などを取得する方法（市場取引）である。この方法では、株価が徐々に上昇してしまい、必要とする株式を買い集めることができないか、買収費用が高くなる可能性がある。わが国の公開買付規制は市場内外の取引をも組み合わせた取引および買付者が競合する場合の市場取引を規制対象とす

るが、イギリス型⁽⁴⁾およびEU型⁽⁵⁾とは異なり、市場取引のみによる買付けを規制対象としていない。

第二に、市場外で数多くの株主から5%以上の株式を購入する方法である、公開買付けがある。この方法はアメリカ型⁽⁶⁾であり、かつわが国における原則的立場であるが、確実に株式を買い集めることができ、買収費用の予測がつくというメリットがある。

第三に市場外で少数の大株主から株式を購入するという相対取引の方法がある。この方法であっても、株券等所有割合が3分の1を取得したい場合、強制的公開買付けが強制されることになる。ただし、株券等所有割合が2分の1を超える場合における市場外での買付けは公開買付けを強制されない。株券等所有割合が3分の2を超える場合にのみに、応募株式の全部を買い付ける全部買付義務が課され、部分的買付けが許容⁽⁷⁾されない。

これに対して、第二章で詳細に検討するように、イギリスでは、30%以上の株式を取得した者は過去12ヶ月間の最高買付価格で全部買付義務を課され、実質的に株式買取請求制度に近い機能であると評価⁽⁸⁾されている。わが国では、これから取得しようとする株券等所有割合を基準として公開買付けを強制⁽⁹⁾すること、さらにイギリス法およびEU法とは異なり、公開買付けが強制される株券等所有割合の3分の1という基準と一部の全部買付義務が発生する3分の2という基準が区別されているそのことはわが国独自のものであり、企業買収コストの増加に伴う買収の件数が減少するではないかという配慮の現れである。これらの区分についての妥当性を検証するためには、平成2年にわが国が強制公開買付制度を導入した際に参考にしたイギリス法を中心とし⁽¹⁰⁾た全部買付義務制度を検討することが必要であると思われる⁽¹¹⁾。

全部買付義務は、買収の入口段階における規制であり、第一段階で有利な価格を提示し、第二段階で不利な価格を提示する強圧的段階買収や買収者が一部の株式を買い占め、それを会社に高値で売りつけるグリーンメール

（greenmail）的な買収を実効的に阻止されることを目的とする。⁽¹²⁾このようにイギリス法の強制的公開買付制度の存在が安易な濫用的な企業買収に対する抑止力になっていることも看過できない。⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾

本稿は、イギリス法を中心とした比較法的立場から、強制的公開買付制度の問題点を再検討するものである。以下のように再検討するのは、強制的公開買付けの根拠および問題点について議論されてきたが、その問題点についての議論が十分でないと考ええるからである。なによりも、強制的公開買付制度は少数株主保護のために存在するというテーゼそのものが再検討するように思われるからである。⁽¹⁵⁾そのようなテーゼの下に大株主の保護になっているかもしれない。そのうえ、ライブドア事件をきっかけとして強制的公開買付制度の廃止論が後退したため、その代替策の議論については十分ではないと考える。以上の議論を前提として、強制的公開買付制度の是非について検討することにする。

まず、本稿は従来議論を整理するに止まるという不十分なものであるが、強制的公開買付制度について再検討する前提として、本章ではわが国におけるその変遷⁽¹⁶⁾および議論⁽¹⁷⁾について検討してみよう。

第二節 わが国における強制的公開買付制度の変遷

1 昭和46年証券取引法改正

公開買付制度は、現実公開買付けが行われたことに対応したものでなく、昭和46年証券取引法改正に際して、資本の自由化および経済の国際化が進展すると、外資による公開買付けが行われるのではないかという予想のもとに、アメリカのウィリアムズ法（Williams Act）⁽¹⁸⁾に倣って導入されたものである。

このように、証券取引法に公開買付制度⁽¹⁹⁾について独立の章（第2章の2有価証券の公開買付けに関する届出）が設けられ、次のような規定が置かれ

た。すなわち、不特定かつ多数の者に対する有価証券市場外における、10%以上所有することとなる買付けの申込みまたは売付けの申込みの勧誘について、事前に大蔵大臣（当時）に公開買付届出書を提出し、届出の効力発生後でなければ公開買付けを行うことができないとする事前届出（旧法27条の2第1項ただし書、旧令8条1項1号）、対象会社に対する事前の情報開示（旧法27条の3第1項）、株主への情報開示（旧法27条の5、旧省10条）などの情報開示規制を定めた。また、情報開示規制だけでなく、買付の条件（旧法27条の4第3項、旧令13条1号など）・期間（旧法27条の3第2項、旧施行令13条2項など）・方法（旧法27条の4第3項、旧令13条9項など）等の実体的規制をも詳細に定めることによって、買付者と対象会社とを平等に取り扱うものであった。ただし、このような平等的立場が十分に確保されていたとは言い難く、防衛側にかなり有利な規制の内容であり、公開買付者に不当なリスクを負担させ、取引コストの増大をもたらすものであった。⁽²⁰⁾

その結果、わが国と同様に買付者と対象会社とを中立的に扱うアメリカと異なり、公開買付けの件数が少なく、殆どが企業グループの再編のためによるものであった。⁽²¹⁾この時期は、グリーンメール及び高値抜け目的の買占めが横行した時期とも言える。⁽²²⁾

ところで、本稿のテーマとする強制的公開買付制度は、日本だけでなくイギリスでも強制的公開買付制度がまだ本格的に導入されていなかった。⁽²⁴⁾公開買付けの規制範囲は市場外の公開買付けを対象とするものであった。アメリカのみならずイギリスにおいても、この時点では市場取引を公開買付けの規制対象としていなかったことから、このことは当然の帰結であった。

2 平成2年証券取引法改正

平成2年になると、企業買収が活性化し、市場において株式の大量買占め事例が急増する中において、日米構造問題協議におけるアメリカ側からの要求⁽²⁵⁾を受けて、公開買付制度は「諸外国における制度との調和を図る観点か⁽²⁶⁾

ら」、株券等の大量保有の状況に奠する開示制度の導入と併せて、全面的に改正された、

そこで、平成2年証券取引法改正は、公開買付期間を延長し、公開買付届出書の事前届出制を廃止し、公開買付届出書を提出することによってその翌日⁽²⁷⁾から勧誘行為を行うことが可能となった。また、60日以内に10名以下から買付けを行う場合に公開買付けを義務づける株式所有割合を、同改正と同時に導入された大量保有報告書の提出義務が発生する場合との均衡から、10%から5%に引き下げられることになった（旧法27条の2第1項第1号）。

とくに、イギリス法を参考にして、著しく少数の者⁽²⁸⁾（60日間で10人以下）からの市場外での買付であっても、株券等の買付け等を行う者と特別関係者と合算して、買付けにより株券等所有割合が3分の1以上となる場合には、強制的に公開買付けによらなければならないという、「3分の1ルール」と呼ばれる強制的公開買付制度が導入されたことが注目された（旧法27条の2第1項4号）。この3分の1という割合は、商法（当時）上の特別決議を阻止できる、一定の企業支配力を行使しうる所有割合であること等からである。

平成2年改正前の定義では適用範囲が不明確であったので、「不特定かつ多数の者」を対象とするという要件を廃止し、公開買付けの強制適用を原則とし、適用除外を規定するというアプローチがとられることになった（旧法27条の2第1項、旧令7条1ないし5項）。この結果として、店頭有価証券市場における買付け等が新たに追加されたのである（旧令7条1項⁽²⁹⁾）。

この制度自体は十分な議論をされないで導入された。現に、平成元年5月の証券取引審議会報告書『株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について』は、強制的公開買付けについて全く触れていない。⁽³⁰⁾「不透明で、ともすれば一般株主に不公平な取引と見られがちな市場外取引を、あらかじめディスクローズし広く一般にオファーさせることによって、株券等の売付け機会を全ての株主に平等に保証することが必要と考えられたから

である。⁽³¹⁾」という立法担当者の説明があるのみである。

いずれにしても、アメリカ側からの要求にもかかわらず、この制度自体はシティ・コード（City Code on Takeovers and Mergers）というイギリスの自主規制を参考にして導入されたという皮肉な結果であったことが注目される。しかし、イギリス法と異なり、公開買付者は全部買付義務を負担するものでなかった。公開買付けの規制対象は市場外の公開買付とする点については変更されなかった。このため、イギリス法と異なり、市場取引で株式を取得しても公開買付けの対象とならなかったのであり、このような立場は現在でも変更されていない。

このように、平成2年証券取引法改正は、従来におけるアメリカ型の公開買付制度を前提にイギリス型の強制公開買付制度を部分的に導入したが、公開買付け規制の性格を変える転換点となる重要な改正であったと思われる。

3 平成6年証券取引法改正

法制審議会は、昭和43年以来の自己株式取得等の規制緩和に関する経済界等からの要望および数次にわたる政府の経済対策においてその検討が盛り込まれこと等を受けて、平成6月29日に公布された「商法及び有限会社法の一部を改正する法律」⁽³²⁾に対応して、「証券会社の一部を改正する法律」が公布され、その中に発行会社自身による公開買付けに関する規定が設けられた。すなわち、従来の公開買付けを第1節「発行者である会社以外の者による株券等の公開買付け」（旧法27条の2以下）とし、新たに自己株式の公開買付けを第2節「発行者である会社による上場株券等の公開買付け」（旧法27条の22の2以下）⁽³³⁾とする改正が行われた。

4 平成14年 TOB 研究会（平成14年3月）

経済産業省からの委託を受けて、わが国の株式公開買付制度に関する問題点の抽出、改善のための方策等について調査研究を行うために、「TOB研究会」（座長：黒沼悦郎神戸大学教授（当時））が商事法務研究会に設立され、

『株式公開買い付け（TOB）に関する調査研究—平成13年度我が国経済構造に関する競争政策的観点からの調査研究』という報告書が平成14年3月に刊行された。⁽³⁴⁾

この研究会においてもっとも議論されたのは、強制的公開買付制度の是非であった。その結論は、「強制的公開買付制度が、わが国における円滑な事業再構築・企業買収を妨げていると考えられることから、諸外国との制度比較、および強制的公開制度の目的とされる「『支配権プレミアムの分配』の是非について理論的な検討を行い、強制的公開買付制度を廃止すべき⁽³⁵⁾」とし、もし廃止しない場合にはその適用範囲を限定すべきであるということであった。

その他の改正提案としては、アメリカの判例法が採用する8要素基準（①一般株主に対する積極的かつ広範囲にわたる勧誘、②相当な割合の発行者の株式に対する勧誘、③現在の市場価格を超えるプレミアムの支払い、④買付条件が交渉できるかそれとも交渉できないか否か、⑤最高の買付株数を設定して、最低の買付株数を条件とすること、⑥買付期間の設定、⑦対象会社の株主が株式の売り圧力を受けているか否か、⑧大量の対象会社の証券を急速に買い集める前または同時に購入計画の公表の存在）を公開買付けに関する定義に盛り込むこと（具体的に条文化するのが困難であるとする。）、公開買付けは証券の売出しに対向する取引であるので、届出を要しない「少数者売出し」の要件である50名に参考にすること、および60日10人以下という基準は緩やか過ぎるので、現行の60日10人以下より厳格な基準を要求する⁽³⁶⁾というものがあった。

さらに、強制的公開買付制度を存続させる場合であっても、規制を必要としない取引まで同制度が適用されることは不合理であるとの問題意識から、問題となる適用対象取引を抽出し、新株発行の際の株券の取得、自己株の処分、会社分割、担保権の実行、全保有者の承諾がある場合などにおいて強制

的公開買付けの適用に適用除外を設けるなど具体的提言を行っている。⁽³⁷⁾

以上の分析に当たってイギリスを含むEU諸国の強制的公開買付けについては簡単な紹介がなされているが、アメリカにおける強制公開買付けおよび支配権プレミアムの分配をめぐる議論を中心に展開し、強制公開買付け廃止論ということになった。

結局このような廃止論は採用されなかったが、TOB研究会が平成16年証券取引法改正における適用除外規定に関する平成15年・16年証券取引法改正の議論に影響を与えたことは疑いがない。

5 金融審議会金融分科会第一部会ディスクロージャー・ワーキング・グループ（平成15年12月9日）

平成14年8月に公表された『証券市場の改革促進プログラム』において検討課題とされた事項を含め、平成15年12月9日に金融審議会金融分科会第一部会のもとで設置された「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」（座長：岩原紳作東京大学法学部教授）は公開買付制度の見直しについて検討を行った。

その結果、「企業支配権の移動を伴うような相対取引は株主又は投資家にとって重要な影響を及ぼすものであり、強制的公開買付制度は、投資家への情報開示及び株主の平等待遇の観点からは重要な制度であるとともに、発行会社にとっては「敵対的な支配権の移動」を抑制する効果をも合わせ持つものと考えられることから、強制的公開買付制度を廃止することは適切ではない。」⁽³⁸⁾とした。

さらに、強制的公開買付規制が事業の再編等には支配権の移動に伴う株式の相対取引を妨げているとの指摘、および担保権の実行による株式の取得にも公開買付規制の対象となるが、その制度の趣旨・目的には合致しないのではないかという指摘があるため、「一定の客観的な要件を満たす場合」においては、事業再編の迅速化、手続の簡素化の観点から、公開買付けの適用除

外とすることが適当であるとされた。⁽³⁹⁾

6 平成15年証券取引法改正

ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告の結果、強制的公開買付制度自体は原則維持しながら、公開買付規制の適用除外の規定が整備され、平成15年に施行令7条が改正され、3分の1ルールの適用範囲除外要件が拡大された。適用除外となるのは、関係法人等全体で他の会社の3分の1以上の議決権を所有している場合の関係法人等（買付会社とその買付会社の三親等以内の法人等の集団）からの対象者の株券等の買付け等（旧令7条5項2号・3号）、株券等の所有者が25名未満であって、公開買付けによらないことに全員が同意している場合（旧令7条5項4号、平成15年9月25日改正他社株府令3条の2の4第1項）⁽⁴⁰⁾ および担保権の実行による対象者の株券等の買付（旧令7条5項5号）の場合である。

とくに、ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告にあったように、適用除外となった担保権の実行による場合は強制的公開買付制度の趣旨・目的に合致しないものであったからである。⁽⁴¹⁾

7 平成16年証券取引法改正

平成15年12月24日に公表された金融審議会金融分科会第一部会報告『市場機能を中核とする金融システムに向けて』（部会長：神田秀樹東京大学法学政治学研究科教授）において、強制的公開買付制度の廃止が検討された。ところが、その廃止は望ましくないとし、営業譲受けに伴って他の会社の株式の所有割合が3分の1を超える場合および買付者と特別関係者をあわせて既に所有割合が2分の1を超えている場合には、適用除外とし、その適用範囲の見直しが提言された。⁽⁴²⁾

なお、3分の1を2分の1に引き上げることは、2分の1まで市場外取引を行い、2分の1を超えるためにわずかな市場取引を行えば、公開買付けを行わずに支配権を取得することとなるために、制度の実効性を確保する上で

⁽⁴³⁾
望ましくないとした。

その結果、平成16年6月2日に「証券取引法等の一部を改正する法律案」が成立し、公開買付けに要する費用を削減し手続を簡素化することにより企業再編等を促進するという観点から、公開買付けの対象を限定し、社債を発行したことにより継続開示義務を負う会社の発行する株券について、強制的公開買付規制の対象とならないことになった（旧27条の2第1項）。さらに、施行令が改正され、公開買付者とその特別関係者が所有する株券等に係る議決権が50%超か否かで適用除外となるか否かが判断されることになり（令7条5項1号）、さらに営業の全部または一部の譲受けによる特定買付け等が適用除外された（旧27条の2第1項第6号、旧令7条5項6号）。

なお、いわゆる特定買付けの概念も改正され、買付けの日前60日間に取引所有価証券市場外において行った買付けから、公開買付けによる買付けが除外された。

このように、平成15年及び平成16年には、強制的公開買付制度は廃止でなくて緩和の方向で、証券取引法の改正が行われたのである。

8 ライブドア放送事件と村上ファンド事件

バブルが崩壊し、長年、安定株主の役割を担ってきた銀行が不良債権処理に追われ、株式を手放さざるをえなくなり、浮動株が増加したという状況において、ライブドアによるニッポン放送事件が起こったのである。⁽⁴⁴⁾ ライブドアは、子会社であるライブドア・パートナーズを通じ、フジテレビによるニッポン放送の公開買付の期間中に平成17年2月8日午前8時22分から午前8時50分の間に6回のToSTNeT-1取引でニッポン放送の発行済株式総数の⁽⁴⁵⁾29.63%を取得し、同年2月21日までに合計で37.85%まで買い付けた。⁽⁴⁶⁾ このように利用された東京証券取引所の「ToSTNeT-1」という立会外の時間外取引が当時の証券取引法27条の2第1項本文の「取引所有価証券市場外における買付け」に該当するか否かが問題となり、東京高等裁判所は、ToS-

TNeT-1 取引は取引所が開設する有価証券市場内における取引であり、公開買付規制を適用されないとした。⁽⁴⁷⁾

しかし、時間優先の原則が働いている終値取引を対象とする ToSTNeT-2 とは異なり、単一銘柄取引およびバスケット取引を対象とする ToSTNeT-1 は取引所有価証券市場の限界市場として相対取引の場であり、価格優先の原則、時間優先の原則のもとで行われる市場取引に該当しないという立場が表明され、ToSTNeT-1 は 3 分の 1 ルールの脱法として違法とされたのである。⁽⁴⁸⁾⁽⁴⁹⁾

さらに、村上ファンド事件が起った。⁽⁵⁰⁾ この事件では、村上ファンドが阪神電気鉄道の普通株および転換社債を市場内で買い集めただけでなく、2093 万株分の転換社債型新株予約権付社債を市場外で 3 分の 1 近くまで取得し、それを株式に転換して持株比率を高め、約 1 ヶ月間のうちで阪神電気鉄道株式を 38.187% 取得した。

村上ファンド事件が公開買付規制との関連で問題となったのが、公開買付対象の転換社債型新株予約権付社債について、市場内外取引を組み合わせる取得していた点であった。例えば、ある会社の株 30% を市場外取引および時間外取引で取得し、その後に市場で株式を買い増して、3 分の 1 以上を取得する場合については、明確なルールが示されてはいなかったため、一般投資家、対象会社の株主が不利益になる可能性があった。

金融審議会金融分科会第一部会報告とともに、ライブドアおよび村上ファンドの事件は、わが国における株式公開買付制度を著しく進化させる契機となっただけでなく、政財界に敵対的企業買収脅威論が生まれ、強制的公開買付制度廃止論を後退させることとなる契機となったと思われる。⁽⁵¹⁾

9 平成17年証券取引法改正

ニッポン放送事件を受けて、平成17年の通常国会に提出された証券取引法の改正案は、平成17年3月11日にあわてて閣議決定され、同年6月29日に

「証券取引法の一部を改正する法律」が公布され、7月9日に施行されるというスピード施行であった（附則1条）。

証券取引所の開設する有価証券市場における立会外取引などの有価証券の売買等がすべて一律に適用対象外となるのではなく、そのような売買であっても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売買等については、公開買付規制の対象となることになった（旧法27条の2第1項）。すなわち、「ToSTNeT」取引等は、有価証券市場における取引であるものの「特定売買等」として、当該買付け等の後における株券等所有割合が3分の1を超える場合には、当該買付け等は公開買付けによらなければならないということになった。

なお、平成17年改正によって、平成17年7月8日に内閣総理大臣の委任を受けた金融庁長官告示が発せられた（平成17年7月8日付金融庁告示53号）。その結果、ToSTNet取引だけでなく、J-NET（大阪証券取引所）、相対交渉取引（名古屋証券取引所）、立会外取引に関する業務規程、信用取引・貸借取引規程および受託契約準則の特例に定める立会外取引が規制の対象として指定された⁽⁵²⁾。

10 金融審議会公開買付制度等ワーキング・グループ（平成17年12月16日）

平成17年においてわが国では企業の合併・買収件数が急速に伸び、企業買収の一手段である公開買付の件数が著しく増加した⁽⁵³⁾。このような事態に対処するために、自由民主党企業統治委員会は、平成17年7月7日に公正な企業買収ルールを整備するために、早急に買収者に意見表明を義務付け、公開買付期間を延長し、全部買付けを義務付けることの是非について検討を進めるべきであるとした⁽⁵⁴⁾。

そこで、平成17年7月28日に、金融庁金融審議会金融分科会第1部会（座長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）のもとで設置された

「公開買付制度等ワーキング・グループ」（座長：岩原紳作東京大学大学院法学政治学研究科教授）は、大量保有報告制度のあり方を含め、11回にわたり審議が行われた。同グループは、12月9日に『公開買付制度等ワーキング・グループにおける論点の整理』を作成し、12月21日に最終報告書の完成を見た。ここでは、公開買付制度等のあり方を考える際の基本的な視点として、①手続の透明性・公正性と投資者間の公平性の一層の確保、②証券市場における価格形成機能の十全な発揮、③企業の事業再編行為等の円滑性の確保、等の重要性が指摘された。こうした視点に立った見直しは、株主利益の向上、企業価値の向上にも資するものと期待されると論じられた。⁽⁵⁵⁾

その結論は、市場取引を公開買付規制の対象外とすることには一定の合理性があるとし、3分の1という基準についても、これを現状において基本的に維持することが妥当であるとした。しかし、一定期間内に市場内外の取引を組み合わせると3分の1を超える行為が禁止されたが、現状においては3分の1ルールを新株発行などの場合に及ぼす必要はないというものであった。

この報告書の提言においてもっとも重要なのは、公開買付け後における株券等所有割合が3分の2以上の場合に、公開買付者に全部買付義務を課することが適当としたことである。全部買付義務が導入されたのは、上場廃止等に至るような公開買付の局面において、手残り株をかかえることとなる零細な株主が著しく不安定な地位に置かれるからである。⁽⁵⁶⁾

しかし、イギリス法のように全部買付義務を公開買付者に一律に課すことについては、買付けコストを増加させるとともに、その予測を困難とするので、事業再編行為等の円滑性の観点から、慎重に対応することが適当であると考えられた。⁽⁵⁷⁾

さらに、同報告書は、「①流通市場に売却される株式が限られたものとなり、流通市場が成立しなくなるのではないか、②公開買付期間中の競合者の出現に対しては、本来は公開買付価格の引上げ等によって対処していくべき

であり、過剰規制とならないか」などの意見があり、公開買付けを義務付けるとしても、限定的に、「例えば、ある者が公開買付けを実施している期間中に、株券等所有割合が既に3分の1超となっている別の者が更なる買付けを行う場合など、相当に厳格な要件の下に、公開買付けの義務付けを検討することが適当である。」⁽⁵⁸⁾とした。

この結果、「証券取引法等の一部を改正する法律」第2条により、証券取引法第2章の2及び第2章の3を改正する形で公開買付けの見直しが行われた。

11 経済産業省の企業価値研究会（平成18年3月31日）

経済産業政策局長の私的研究会としての「企業価値研究会」（座長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）は、平成16年9月16日から敵対的買収に対する適切な対応策について検討を重ね、前述のライブドア事件の混乱の時期に、提言の骨子を公表し、平成17年5月27日に『企業価値報告書』を取りまとめた。企業価値報告書は、公正な企業社会のルール形成に向けて買収防衛策の法的インフラのあり方を提言したもので、残された制度改革として、EU企業買収において採用された二段階買収を規制するための全部買付義務の是非について検討を深めるとされた。⁽⁵⁹⁾⁽⁶⁰⁾

同日に経済産業省と法務省が共同で『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』を策定公表したのである。指針は、企業価値報告書および日本における判例や学説を踏まえて策定したものである。「指針」は法的拘束力がないが、株主意思の原則を強調するものであり、実務に大きな影響を与えるものであった。

さらに、企業価値研究会は、平成17年9月に活動を再開し、公正な買収防衛策の確立、公開買付制度などの買収ルールの見直し等を検討し、平成18年3月31日に、『企業価値報告書2006—企業社会における公正なルールの定着に向けて—』⁽⁶¹⁾を取りまとめた。

その報告書では、「欧州で採用されている全部買付義務に関しては、友好的な買収を阻害する可能性があり、買収防衛策の導入が日本において一般化した場合には、買収側に対して過剰規制になるとも考えられることから、すべての公開買付けに適用することは、慎重たるべきであるとしている。」（報告書 4 頁。45 頁をも参照）。

このように、E U 型の全部買付義務の導入については、企業価値研究会は消極的であった。

12 平成18年金融商品取引法の成立

平成18年 6 月14日に「証券取引法等の一部を改正する法律」および「証券取引法等の一部を改正する法律」が公布され、段階的に施行されることになった。

金融審議会金融分科会第一部会（部会長：神田秀樹東京大学大学院法学政治学研究科教授）による『投資サービス法（仮称）に向けて』（平成17年12月22日）と題する報告書によって、金融・資本市場をとりまく環境の変化に対応し、幅広い金融商品・取引についての投資者保護のための包括的・横断的な法制として、「証券取引法」を改組して「金融商品取引法」とする整備が図られ、平成19年 9 月31日から施行されることになったが、公開買付制度および大量保有報告制度は証券取引法等の一部改正として平成18年12月13日から施行された。これと同時に、証券取引法施行令および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も施行されることになった。

企業買収自体を否定的に捉えるべきでないという立場を堅持しながら、これらの改正法は、買収会社に対する対象会社の意見表明報告書の提出（27条の10第1項以下、令13条の2第1項）が規定され、公開買付期間の延長（令11条6項）、公開買付けの撤回（27条の11第1項但書）・買付条件等の変更要件（27条の6第1項、令13条1項）の柔軟化が図られるとともに、平成2年
(62)
以来の強制的公開買付けの規制枠組みを変更させることになった。その概要

は基本的にワーキング・グループの提言を採用したものであり、詳しくは次の第三節で説明することとする。

13 平成20年金融商品取引法改正

専門的知識・能力を有する特定投資家等のみを参加者として創設された、いわゆる「プロ向け市場」(2条33項)での発行者の「株券等」を公開買付けの対象に付加し、公開買付制度における一定の違法行為に対して課徴金制度が導入されたのである。

課徴金制度自体は平成17年4月1日に施行されてから一定の実績が見られたが、その見直しをするために、平成19年10月に、金融審議会第一部会のもとで法制ワーキング・グループ(座長:黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授)が設置され、その検討結果が平成19年12月18日に『金融審議会金融分科会第1部会法制ワーキング・グループ報告—課徴金制度のあり方について—』にとりまとめられた。⁽⁶³⁾

法制ワーキング・グループ報告書に示された「公開買付届出書の虚偽記載・不提出を課徴金の対象とすべき」という意見を踏まえ、公開買付けについての平成20年改正が行われたのである(172条の5)。

第三節 わが国における強制的公開買付規制の概説

1 意義

平成18年12月13日施行の金融商品取引法は平成2年以来の強制的公開買付けの規制枠組みを根本的に変更させるものあったが、その適用範囲を拡大するとともに、その明確化を図っている。

前節で述べたように、平成17年改正までの証券取引法では、発行者以外の者が行う取引所有価証券市場外における株券等の買付けは公開買付を強制されとした上で、その適用除外となる場合を1号から6号までで列挙していた。

これに対して、金融商品取引法では、公開買付けが強制される場合を1号

から６号までを列挙し、列挙される場合に該当してもなお適用除外となるケースを柱書きに規定する型式を採用した。

もっとも、条文構造が変わっても、強制的公開買付に関する証券取引法の姿勢は、金融商品取引法で踏襲されている。例えば、次に述べるように市場取引の場合、買付け等の後に所有することとなる株券等所有割合が５％を超えない場合、著しく少数の者からの買付等で株券等所有割合が３分の１を超えない場合などについては、公開買付けが強制されないのである。

ところで、強制的公開買付けの対象となる会社は、株券等について有価証券報告書の提出義務のある発行者および特定上場有価証券（いわゆるプロ向け市場に上場されている株券等）の発行者と定義されている（27条の２第１項柱書）。有価証券報告書の提出義務は、金融商品取引所に上場されている会社、上場有価証券の発行者に限定されず、店頭登録有価証券の発行者、有価証券の公募または売出しについて有価証券届出書または発行登録書を提出した会社、当該事業年度前４年以内に開始した年度の何れかの末日で所有者が1,000名以上である株券等の発行者である（24条１項１号ないし４号、令⁽⁶⁴⁾３条の６第４項１号ロ）。したがって、非上場の会社の証券を取引する場合でも、当該会社がこのような要件に該当する場合でも、強制的公開買付けの対象となる場合がある。

その対象は「株券等」であるが、これには株券、新株予約権付社債券、新株予約権付社債券、外国の者の発行する証券または証書でこれらの有価証券の性質を有するもの、投資証券等、有価証券信託受益証券で以上の有価証券にかかる権利を表示するものが含まれる（27条の２第１項、令６条１項）。ただし、株主総会において決議をすることができる事項の全部につき議決権を行使できない議決権のない株式は、「株券等」に含まれない（令６条１項、他社株府令２条）。

また、株券等の買付け等とは、「株券等の買付けその他の有償の譲受け」

および「有償の譲受けに類するもの」とされており（27条の2第1項）、後者については施行令6条2項1・2号および他社株府令2条の2で明確化されている。

さらに、「5%」または「3分の1」という数量要件の算定にあたっては、買付者の株券等所有割合⁽⁶⁵⁾以外に、「特別関係者」の株券等所有割合も算定される。特別関係者としては、形式的なものと実質的なものがある。形式的特別関係者とは、「株式の所有関係、親族関係その他の政令で定める特別の関係にある者」（27条の2第7項1号）とされ、公開買付者が個人の場合（令9条1項）と、法人の場合（令9条2項）とがある。前者の場合は、公開買付者の親族、公開買付者とその親族があわせて特別資本関係を有する法人等、および当該法人等の役員であり、後者の場合は、公開買付者の役員（取締役、執行役、会計参与および監査役（理事および監事その他これらに準じる者を含む））、公開買付者が特別資本関係（直接または間接に20%以上の議決権を有する関係）を有する法人等とその役員、および公開買付者に対して特別資本関係を有する個人・法人等とその法人等の役員である。

実質的特別関係者とは、公開買付者との間で、「共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、若しくは当該株券等の発行者の株主としての議決権行使その他の権利を行使すること又は当該株券等の買付け等の後に相互に当該株券等を譲渡し、若しくは譲り受けることを合意している者」（27条の2第7項2号）である。ここでいう合意は、書面による合意であることが必要でなく、明示的合意だけでなく黙示的合意をも含むと解される。後段はいわゆる応戦買い、すなわち買付者との間であらかじめ合意をして自ら買付けを行った後に買付者に対して譲渡しようとする者等も、特別関係者として規定したものである。⁽⁶⁶⁾

２ 強制的公開買付規制の適用範囲

（１）市場外買付け

取引所金融商品市場（「取引所金融商品市場」とは、金融商品取引所の開設する金融商品市場をいう（２条17項））外における株券等の買付け等で、買付け等の後における株券等所有割合が５％を超える場合には、当該株券等の買付け等は公開買付けによらなければならない（27条の２第１項１号）。ただし、特別関係者がいる場合、小規模所有者を除き、その株券等所有割合も加算される。

ここでいう「株券等の買付け等」からは、店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の取引（令６条の２第２項）および「著しく少数の者から買付け等（以下、特定買付け等という）を行うものとして政令で定める場合」が除外される。後者の特定買付け等とは、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61日間に、取引所金融商品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名以下である場合とされる（令６条の２第３項）。

したがって、買付け等の後の株券等所有割合が５％を超える場合であっても、店頭売買有価証券市場における株券等の買付け等を行う場合、および著しく少数の者から買付け等を行う場合には、５％ルールは適用されない。また、市場取引であれば、５％を超える場合でも公開買付けは強制されない。

端的に言えば、５％ルールとは、市場外で一定数以上の者から株券等の買付け等を行う場合に、公開買付けとしての投資者への情報開示と投資者間の平等取扱いを要求するもので、アメリカ法に倣って導入されたわが国における公開買付けの原則的立場である。

（２）著しく少数の者からの買付け

取引所金融商品市場外における株券等の買付け等であっても、特定買付け等を行う場合であっても、当該買付け等の後の株券等所有割合がその特別関係

者と合算して3分の1を超える場合には、当該買付け等が他の株主の利害関係に大きな影響を与える可能性があるので、当該株券等の買付け等は公開買付けによらなければならない(27条の2第1項2号、令6条の2第3項、他社株府令3条3項)。

「取引所金融商品市場外における株券等の買付け等」については、5%ルールと同様に、店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の取引は適用除外されている(令6条の2第2項)。特定買付け前における買付者の株券等所有割合が50%超の者が行う買付けで、当該買付け後の株券等所有割合が3分の2未満である場合、支配権の移転がないので、特定買付け等以外も公開買付けの適用除外とされている(令6条の2第1項4号)。しかし、特定買付け等における買付者の株券等所有割合が3分の2以上となる場合、公開買付けの適用除外にならない(令6条の2第1項4号括弧書)。

この3分の1ルールで留意すべきは、買付け等の「後に」における株券等所有割合が3分の1を超えることが要件とされており、イギリス・EU法のように買付け等の「前に」における株券等所有割合が3分の1以下であることを要件とされていないことである。例えば、買付者による特定買付け等により、その株券等所有割合が当該買付け前に35%であったものが、当該買付け後に40%になるような株券等の買付け等にも3分の1ルールは適用されるのである。

(3) 立会外取引による買付け

取引所金融商品市場における有価証券の売買等であって特定売買等(金融庁告示「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たもの」)であって買付け等による株券等の買付け等の後の株券等所有割合が3分の1を超える場合には、当該株券の買付け等は公開買付けによらなければならない(27条の2第1項3号)。

「著しく少数の者」という要件は規定されていないので、3分の1ルール

の場合と異なり、10名を超えることもあることに注意すべきである。⁽⁶⁷⁾この規制は、立会外取引といわれる取引を利用して3分の1ルールが潜脱されるのを防止することを目的とする。

しかし、株主の平等的取扱いが保障されていない立会外取引は、取引所金融商品市場内の取引であっても、取引所市場外の取引として、買付け後の株券等所有割合が5%を超えることとなる買付け等を27条の2第1項1号の規制対象とするのが妥当であったと主張する見解もある。⁽⁶⁸⁾

（４）急速な買付け

急速な買付け規制とは、3ヶ月以内に10%を超える株券等を取引所金融商品市場内外における買付け等または新規発行取得により取得する場合であって、そのうち5%を超える株式が取引所金融商品市場外による買付け（公開買付けによる取引と店頭市場における取引を除く）である場合であって、当該取得後に株券等所有割合が特別関係者の所有する分と合計して3分の1を超える急速な買付けは公開買付けによらなければならないというもので（27条の2第1項4号、令7条2項・3項・4項）、市場内外の取引だけでなく、市場外外の取引を組み合わせる場合をも対象とするものである。

急速な買付け規制は、32%までの株券等を市場外で買い付け、その後に、市場内で2%の株券等を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当を引き受けるといった一連の取引により、公開買付けを実施しないまま3分の1を超える株券等を所有するに至ることを防止するために導入されたものであるが、⁽⁶⁹⁾企業買収の速度そのものを制限するものでない。⁽⁷⁰⁾

しかし、市場外で2%の株券等を買い付け、その後3ヶ月内に市場内で32%の株券等を買い付ける、あるいは、新株の第三者割当を引き受けるといった一連の取引では、全体として10%を超える取得があり、結果として3分の1を超えているものの、市場外での取得部分が5%を超えないため、公開買付けが強制されない。このような例外を認めているのは法規制として一貫性

を欠いていると思われる。

ところで、急速な買付け規制は、企業買収の速度そのものを制限するものでない。3ヶ月という期間は、3分の1ルール⁽⁷¹⁾の潜脱として規制すべき「一連の取引」の範囲を画するためのものである。また、その適用に際し、「一連の取引に含まれる取引が細分化して認識されることはなく、一連の取引全体が公開買付けによらなければならない⁽⁷²⁾」とされる。この説明の趣旨は必ずしも明確でない。

いずれにしても、急速な買付けの適用に際し、3ヶ月、10%、5%という形式的基準を使用しているために、脱法的取引に十分に対応できないという限界がある。

(5) 競合的公開買付け

他者が株券等について公開買付けを行っている場合に、発行者以外の者で株券等所有割合が3分の1を超える者が、当該公開買付けに係る公開買付届出書に記載された株券等の買付け等の期間の開始日から終了日までに5%を超える株券等の買付け等を行うときは、その買付けは公開買付けによらなければならないというものである(27条の2第1項5号、令7条5項・6項)。

この規制は、投資者に情報を提供するというよりも、買付者が競合する場合に買付者間の公平を図るとともに、手続きの公正性・透明性を図るものである⁽⁷³⁾。投資者にとっても、十分な情報のもとで競合する買付者のいずれの者に会社の支配を委ねるのがよいという判断をできるというメリットがある。

公開買付期間中、公開買付者は、公開買付手続きによらない市場外での買付けおよび市場取引による買付けを禁止され(27条の5)、条件変更が制限される(27条の6)など数多くの制約を受けるにもかかわらず、他者は強制公開買付けに該当しなければ、自由に株券等の買付けができるからである。実際に、前述したようにフジテレビによるニッポン放送株式の公開買付期間中にライブドアが公開買付けによらずに市場内でニッポン放送株式を大量に

買い進めた事件で、買付者間の公平性が問題となった。⁽⁷⁴⁾

このように買付者間の公平性を確保するのはわが国独自のもので、米国の連邦法には見られないものである。イギリスおよびEUの法制では他者による公開買付期間中における買付けは強制的公開買付けの規制で対応できるので、あえて競合的公開買付けについて規制していない。

（６）政令で定める買付け

以上に掲げる株券等の買付け以外に、政令で定める株券等の買付け等は公開買付けによらなければならないとされる（27条の2第1項6号）。「6号を利用して市場内取引に公開買付規制を及ぼすことは可能である」という意見があるが、⁽⁷⁵⁾1号から5号までのいずれかに準じる場合に限定されると思われる。

３ 強制的公開買付けの適用除外となる買付け等

以上に述べた（１）～（６）が公開買付けの強制される範囲である。ところで、公開買付けが強制されない買付け、すなわち強制的公開買付けの適用除外となる買付けについては、明示的なものと明示的でないものとに区分される。

明示的に、金商法27条の2第1項但書によって、①新株予約権の行使による買付け等（27条の2第1項但書）、②特別関係者からの買付け等（27条の2第7項1号、他社株府令3条1項）、③株式の割当てを受ける権利の行使による買付け等（令6条の2第1項1号）、④証券投資信託の受益証券の交換による買付け等（令6条の2第1項2号・3号）、⑤50%を超えて株式を保有している場合の特定買付け等（令6条の2第1項4号）、⑥兄弟会社からの株券等の特定買付け等（令6条の2第1項5号）、⑦関係法人等からの株券等の特定買付け等（令6条の2第1項6号）⑧株券等の所有者が少数の場合に所有者の同意を得て行う場合の特定買付け等（令6条の2第1項7号）、⑨担保権の実行による特定買付け等（令6条の2第1項8号）、⑩事業

の全部または一部の譲受けによる特定買付け等（令6条の2第1項9号）、⑪株券等の売出しに応じて行う買付け等（令6条の2第1項10号）、⑫取得請求権付株式と引換えに交付される株券等の買付け等（令6条の2第1項11号）、⑬取得条項付株式または新株予約権の取得と引換えに交付される株券等の買付け等（令6条の2第1項12号）、⑭発行者の役員持株会および従業員持株会を通じて行う買付け等（令6条の2第1項13号）、⑮有価証券報告書を提出しなければならない発行者以外の発行者が発行する株券等の買付け等（令6条の2第1項14号）、⑯金融商品取引清算機関に対し株券等を引き渡す債務を負う清算参加者が、業務方法書に定めるところにより行う株券等の買付け等（令6条の2第1項15号）について、強制公開買付けの適用が除外されている。

以上の強制的公開買付けの適用除外となる買付けは、権利行使等により、すでに潜在的な議決権が株券等所有割合の計算上考慮されている株券等を取得する「権利行使型」、グループ企業全体では支配権の変動が生じることが少ない「グループ内取引型」、事業再編等の迅速化および手続の簡素化を図ることを目的とする「株券等の所有者が25名未満である場合に総株主が同意して行う場合の特定買付け等」⁽⁷⁶⁾、「その他」に分類できる。

次に、法令上明示的でない適用除外となる買付けであるが、法令上の条文上明示的でない行為態様がある。強制的公開買付制度自体の評価によって、その範囲を狭く解釈するか否かということになる。例えば、株式等の第三者割当（新株発行）による取得、合併、株式交換および会社分割による取得などが議論されている。⁽⁷⁷⁾

とりわけ、株式等の第三者割当については、その割当数および割当の態様によっては会社支配権の帰趨に影響があり、3分の1ルールの対象とする必要はないかとの議論があった。⁽⁷⁸⁾

しかし、第三者割当により3分の1超の議決権を取得することとなる場合

には、3分の1ルールの対象ではなく、会社法上何らかの規制を設けるべきであるということが提案されている。⁽⁷⁹⁾

ただし、強制的公開買付規制は、原則として立会外取引を除いて市場取引を対象としていないので、適用除外規定を待つまでもない。

4 全部買付義務

公開買付制度等ワーキング・グループの提言に倣って、株主・投資者間の公平性を確保する等の観点から、公開買付け後の公開買付者および特別関係者の株券等所有割合が3分の2以上となる場合は、いわゆる按分比例方式による応募株券等の部分的買付けを認めず、公開買付者は応募株券等の全部について買付けをしなければならないという「3分の2ルール」の全部買付義務規定が設けられた（27条の13第4・5項、令14条の2の2）。

この全部買付義務の規定が設けられたのは、ライブドア事件でニッポン放送が上場廃止になる恐れがあり、少数株主を保護する必要性が発生したためである。⁽⁸⁰⁾

なお、適用除外となる場合は、①応募株券等の数の合計が買付け予定の株券等の数の全部またはその一部としてあらかじめ公開買付開始公告および公開買付届出書において記載された数に満たないときは、応募株券等の全部の買付け等をしないことを条件として付していた場合、②応募株券等の数の合計が買付け予定の株券等の数を超えるときは、その超える部分の全部または一部の買付け等をしないことを条件とした場合である（27条の13第4項）。

適用除外になる場合のひとつとして、株券等所有割合が50%を超える場合における株券等の特定買付け等であって、当該買付け後における株券等所有割合が3分の2未満にとどまる場合がある。

5 全部勧誘義務

全部買付義務とは応募がなされた株券等についてすべて決済をする義務を課すのに対して、すべての株券等の所有者に対して勧誘することを買付者に

義務付けたのが全部勧誘義務である。

金融商品取引法では、公開買付け後における株券等所有割合が3分の2以上となる場合には、買付け等の対象となる株券等の種類を限定することは原則として認められず、当該株券等の発行者が発行する全種類の株券等について、買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行わなければならないとされている（27条の2第5項、令8条5項3号）。

この場合、買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの対象となる全ての株券等について、同一の公開買付手続により買い付けなければならないので（他社株府令5条5項）、公開買付者は、同一の公開買付届出書及び公開買付開始公告において、全ての種類の株券等の買付条件を設定する必要がある⁽⁸¹⁾。公開買付届出書の買付価格の算定の基礎欄においては、株券等の種類に応じた買付価格の差についても具体的な記載をすることが求められている（他社株府令2号様式記載上の注意（6）e参照）。

ただし、全部勧誘義務は、当該株券等を公開買付けの対象としないことに同意することにつき当該株券等にかかる種類株主総会の決議が行われている場合（他社株府令5条3項1号）、および当該株券等の所有者が25名未満である場合であって、公開買付けが行わないことにつき、当該株券等の全ての所有者が同意し、その旨を記載した書面を提出している場合（他社株府令5条3項2号。所有者の同意を記載した書面は、電磁的方法によることができる。他社株府令5条4項、2条の5第3項ないし第5項）については、適用されない。

全員同意要件における「当該株券等」が、特定買付け等の対象となっている種類の株券等のみを指すのか（限定説）、特定買付け等の対象となっている種類の株券等以外のすべての株券等を意味するのか（無限定説）について、解釈上見解が分かれている。上場会社の株券等所有者が25名未満であるということが考えられないので、限定説が妥当である⁽⁸²⁾。

6 強制的公開買付けに係る課徴金

悪質性のない場合に刑事罰を科されることは通常ないが、実務上いかなる場合にいかなる程度の課徴金が課せられるかが重要である。課徴金が課される違反行為として、公開買付けが強制されるにもかかわらず、公開買付開始公告を実施しないで買付けを行った場合がある（172条の5）。

公開買付開始公告を行わないで株券等または上場株券等の買付け等をした者に対して、買付総額または買付株券等の時価総額の25%に相当する金額が課徴金とされていることが注目される（172条の5第1・2項）。この「買付総額の25%」は、近時の公開買付けに際して上乗せされるプレミアムの平均額を勘案して決定されたものである。⁽⁸³⁾ わが国の公開買付実務において買付総額は100億円程度が一般的規模であるので、課徴金が25億円にもなる極めて高い水準である。⁽⁸⁴⁾

とくに注意すべきは、本来公開買付けを行わなければならないのに、特別関係者の所有株式数についての誤認したために、公開買付けを実施しないで相対取引により株式を取得してしまった場合には、買付総額の25%相当額という巨額の課徴金を課されるというリスクがある。⁽⁸⁵⁾ 課徴金は、二重処罰の禁止（憲法39条）で問われないように、刑事罰と異なり、故意は要件とされていないのである。

さらに、急速な買付けにおける「一連の買付け等」のうち、いかなる場合の買付け等が強制的公開買付けに違反し課徴金の対象となるかが明確する必要がある。⁽⁸⁶⁾ 課徴金の対象となる公開買付規制違反行為の範囲においてアンバランスが生じるからである。⁽⁸⁷⁾

なお、違反者が当該違法行為から5年以内に課徴金納付命令等を受けていた場合、課徴金の額を1.5倍とすることとされた（185条の7第13項）。この5年という期間は、金融商品取引業の登録拒否要件（29条の4第1項第1・2号）において過去の違反歴を考慮する場合に遡る期間等を勘案して設定さ

⁽⁸⁸⁾
れている。

いずれにしても、課徴金の問題が公開買付けそのものを萎縮させる可能性があり、金融商品取引法における公開買付けの中立的位置付けとの矛盾が生じることになる。

第四節 わが国における強制的公開買付規制の議論

1 強制的公開買付規制の根拠

わが国における強制的公開買付規制の根拠については、立法上明確でないだけでなく、単一の根拠から説明できない。その主要な根拠が①支配権の変動について透明性を確保し（5%ルール）、②支配プレミアムを平等に株主に分配し（3分の1ルール）、さらに③少数株主が不安定な地位に置かれないように、支配権の変動に際して事前に退出の機会を平等に与え（3分の2ルール）、④企業買収者間の公平を確保する（競合的公開買付け）というもので、複合的なものであるためである。⁽⁸⁹⁾

金融商品取引法が「第二章の二 公開買付けに関する開示」というタイトルを立てていることからすると、①が強制的公開買付規制の根拠というのが原則的立場であると思われる。①については、情報の非対称性がなく、売却圧力も生じない少数者からの買付け（相対取引）では、透明性を確保する情報開示を強制する必要がないという反論が可能である。⁽⁹⁰⁾さらに、株券等大量保有報告制度は公開買付制度に比べて遜色のないものとなり、大量保有報告制度で対応していることをも指摘しなければならない。

②については、支配プレミアムの分配に当たって株主平等の原則が適用されるのは、公開会社に限らず、すべての会社に妥当すること、さらに支配プレミアムの源泉が会社支配権取得者による経営改善およびシナジー効果に由来するのであれば、支配プレミアムを強制的に分配するのは問題であるという反論がある。⁽⁹¹⁾このように議論が分かれるのは、企業買収の評価をめぐる対⁽⁹²⁾

立にあり、その対立が解消できないのであれば①の根拠に帰着する。

さらに、「わが国では、支配株式の移転によって不当な結果が生じる場合に譲渡人に責任を負わせる判例が確立していないので、事後的救済は困難である⁽⁹³⁾」という指摘も看過できない。このような不利益を回避するために、公開買付けを強制する必要があるのである。このことは、親子会社法制が十分に整備されていないわが国では、より要請が強いとされる⁽⁹⁴⁾。

わが国の公開買付価格が直近の株価を下回る、いわゆるディスカウント取引が少なからぬ数であるので、支配株式取得に支配プレミアムがつくという前提そのものが疑問とされている。これは歪んだ現象といえる⁽⁹⁵⁾。

プレミアムの分配によって何を達成できるかが重要であり、③の事前退出こそが、強制的公開買付けによって少数株主を保護することの意味であると言われる⁽⁹⁷⁾。少数株主が損害を発生する可能性が高まる 3 分の 2 取得の段階で退出権を与えていることで、十分であるか否かは再検討する必要がある。なぜなら、3 分の 1 超かつ 3 分の 2 未満の買付に当たっては部分買付けが許容されているので、株主が全株を応募しても手残り株が生じる可能性があり、少数株主に退出権を保障しているとは言い難いからである⁽⁹⁸⁾。

何よりも、第三者割当てなく、公募を原則としなければ、分散化した株式を「かたまり化」する現象である公開買付市場が個人株主の減少を招来させ、証券市場の構造が非競争的的な構造になってしまうという鋭い指摘がある⁽⁹⁹⁾。

いずれにしても、75%まで部分的買付けを許容しながらの強制的公開買付けはこれらの根拠における少数株主保護の観点からすれば、不十分なものであると言わざるを得ない。

2 強制的公開買付規制自体の問題点

数多くの法改正によって、いわゆる急速な買付け規制に代表されるように、公開買付制度は極めて複雑なものとなっている。不特定多数人を対象とする 5%ルール、3 分の 1 ルール、3 分の 2 ルールという割合が規制の分岐点と

なり、形式的な基準となっていることと、数多くの適用除外規定のみならず法令上明確でない行為態様が存在するという問題点も存在する。さらに全部買付義務は株券を提供しなかった株主に適用されない点、および買付者が競合し、3分の2以上を超える場合には全部買付義務が課されない点が少数株主保護の観点からすれば不十分であるという問題点も存在する。⁽¹⁰⁰⁾

このことは、強制公開買付制度がライブドア事件、村上ファンド事件など脱法目的の事件に対応するという事件対応型立法になっていること、すなわちあるべき強制的公開買付制度になっていないことにある。

また、投資者保護を目的とする公開買付けから少数株主を保護する強制的公開買付けへと変容したため、その規制理念が複合的となり、一層あいまいなものとなっているのが現状である。

このように統一的な規制理念が形成されないのは、企業買収自体の評価が定まらないこと、企業価値の明確な定義がないことにも一因がある。⁽¹⁰²⁾ 敵対的企業買収が経営者の規律付けとして機能するか、企業買収が実際に労働者にとって解雇などの不利益となるかについての実証的研究が存在しないし、何よりも企業価値が将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化しうるので、これを正確に測定することは難しいのである。

3 強制的公開買付規制の課題

(1) 全部買付義務

かつての証券取引法は、米国と同様に、公開買付者が買付予定総数の上限を自由に設定することを認め、その上限を超える部分について全部の買付け等をする義務を負わないと、部分的買付けを許容していた（旧27条の13第4項2号）。しかし、金融商品取引法は、公開買付け後の持株等所有割合が3分の2以上となる場合、買付予定数の上限を設定を超えることが認められず、その結果、公開買付者は応募株券の全部を買い取らなければならないとされる全部買付義務を導入することになった（令14条の2の2）。イギリス法を

参考にして全部買付義務が導入され、一步イギリスの規制に近づいたが、取締役の中立義務、発行済株式総数のうち一定割合の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームであるブレイクスルー・ルール（Breakthrough Rule）とを合わせて導入しないもので、中途半端なものとなった。⁽¹⁰³⁾

この基準が設けられたのは、公開買付者がその終了後に対象会社が上場廃止等に至るケースが極めて多いということ、その結果手残り株を抱えることとなる少数株主が著しく不安定な地位に置かれること、または会社法上、特別決議に対する買付者以外の株主からの拒否権が基本的にはなくなる⁽¹⁰⁴⁾こと、そしていわゆる強圧的な二段階買収を防止することに着目したからである。⁽¹⁰⁵⁾

このような全部買付け義務の部分的導入については、事業再編において買付けコストを増加させ、価値創造的な企業買収を行うインセンティブを損なわせるとともに、公開買付け開始前に、全部買付義務・全部勧誘義務が生じることに伴う買収コストに関する買付者の予測を困難とする側面があるという批判がある。その結果、部分的買付けを企図していたにもかかわらず、公開買付者は全部買付けを行わざるを得なくなった事例も少なからず存在するようである⁽¹⁰⁶⁾と言われる。

他方、対象会社の少数株主側からすれば「公開買付けに応募をすれば全部株式を買い取ってもらえる」ということに過ぎず、応募しなかった株主が救済されるわけではない。上場廃止となれば手残り株は容易に処分できなくなるので、少数株主として取り残される不安から、買付価格に不満があっても自己の株式を手放す株主が出てくるという強圧性という限界がある⁽¹⁰⁷⁾。全部買付けにおいても強圧性を完全に払拭できないのである⁽¹⁰⁸⁾。強圧性という問題の発生を防止しなければならないのは、より透明性が高く、公正な取引価格形成を保障するためである。

そこで、3分の2という高い基準は上場会社の株主総会での議決権行使割

合が過半数を下回る現状からすれば適当でないの3分の1にすべきである、すなわち3分の2基準を廃止し3分の1に統一するという意見⁽¹⁰⁹⁾、および悪質な買収者による公開買付けの意欲を減退させるために、全部買付義務を厳格化するために、経営支配権に相当する2分の1超とする意見がある⁽¹¹⁰⁾。後者は、「健全な買収」と「悪質な買収（いわゆる略奪的買収など）」とを区別するものである。ただし、企業の事業再編および友好な買収を阻害するので、対象会社の株主総会または取締役会の決議において買収者の全部買付義務を免除できる措置も同時に整備する必要があるとされる。とくに、自ら真摯な買収者と偽れるような、巧妙かつ悪質な買収者が登場した場合に、健全な買収と悪質な買収との区別が困難であるように思われる。

以上から、イギリス法のように強制的公開買付規制において少数株主保護機能を重視するのであれば、市場買付けを含め、支配権の移転がなされる株式取得について全部買付けを行わなければならないということになる。この場合にも、全部買付義務だけでは公開買付けの強圧性を排除できないし、少数株主保護としては不十分であり⁽¹¹¹⁾、十分な資金力のある濫用的買収者を防止できるかどうかは疑問であるとされている⁽¹¹²⁾。会社法においても公開買付け終了後に少数株主となった者について特に保護がなされていない。

いずれにしても全部買付義務の強化という枠組みについては、十分な議論が尽くされていない⁽¹¹³⁾。

（２）市場取引規制

公開買付けは、「不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うこと⁽¹¹⁴⁾」をいい、いわゆる市場取引を含まない。

したがって、3分の1を超える買付け等を市場取引のみで行うことは禁止されていない。ただし、平成17年改正により、競売買の方法以外の方法による有価証券の売買等、さらに平成18年金融商品取引法により、3分の1ルー

ルを潜脱するために市場内外の取引を組み合わせるような「急速な買付け」および買付者が競合する場合における市場取引が公開買付けの規制対象とされ、市場取引と市場外取引との規制範囲が接近してきているが、原則として市場取引を規制しないという立場には変更がない。

この根拠としては、４つがあるとされている。第一は、市場取引により３分の１を超える場合には、市場価格を上回る額という意味でのプレミアムが付かないので、投資者に平等な参加の機会を与える必要がないというものである。⁽¹¹⁵⁾ この根拠に対しては、既に市場価格自体にプレミアムが含まれているのではないかという反論が可能である。

第二に、高騰した市場価格がプレミアムを含んでいるとしても、市場取引が誰でも参加できるという意味での「自由かつ公開市場」において行われ、取引の数量および価格などが公表される透明性の高い取引であり、競争売買によって行われる公正な取引であるので、市場取引を規制の対象とするのは適当でないという根拠である。⁽¹¹⁶⁾ とくに市場取引は競争売買によるものであることが重視されている。

第三に、市場取引においては、公開買付規制が問題にした売却圧力が生じることがないという。⁽¹¹⁷⁾ この見解は、市場取引においても企業買収の局面特有の売却圧力の問題が存在することを看過している。⁽¹¹⁸⁾

第四に、市場外取引を自由に認めると市場で形成された価格と市場外で形成された価格との２つの異なった価格の存在を認めることになるので、市場外取引が原則として公開買付けによらなければならないとし、現行法を是認する見解がある。⁽¹¹⁹⁾ 市場取引は価格形成機能が働いているという前提があるが、この前提そのものが疑問と思われる。

何よりも、３分の１ルールを維持しながら、全部買付義務の一部を導入していることから、市場取引を禁止しない場合には容易に規制を潜脱できるという限界が指摘されている。⁽¹²⁰⁾ また、市場取引について、先に説明したように

一部の規制が及ぶことを明確に規定したため、市場取引を規制対象外として
 いる根拠が理論的一貫性を喪失している⁽¹²¹⁾。

実際に、市場取引は自主規制機関である金融商品取引所の自主規制に委ね
 られてきたが、市場取引のすべてを自主規制機関が規制するのは限界である。
 自主規制を前提に、会社支配権に重大な影響のある市場取引について公開買
 付規制を及ぼしたほうが手続きの透明性および公正性が高まるのではないかと
 思われる。

4 強制的公開買付けの法的位置付け

(1) 会社法と金融商品取引法との役割分担

会社法は、会社の設立、組織、運営および管理について定める法律（会
 社法1条）である。裁判所が買収防衛策の導入および発動の適法性について
 判断することになるが、会社法が買収防衛策の濫用を規制するということには
 異論がないであろう。

ただ、規制理念が曖昧であるため、公開買付制度を会社法でなく金融商品
 取引法に位置付けるという現行の法体系に次のような批判がある。

平成2年に強制的公開買付制度ができたことで、会社法と金融商品取引法
 との棲み分けが明確にでなくなったというものである⁽¹²³⁾。昭和46年制定の公開
 買付けは、既に第二節で述べたように、株券等を売却するように勧誘を受け
 た投資者に情報を提供し、情報に基づいた判断をさせるという情報開示制度
 の一環として導入されたルールで、企業買収のルールでなかったからである⁽¹²⁴⁾。

(2) 金融商品取引法の目的

では、金融商品取引法の目的について検討することにする。

金融商品取引法の目的が「国民経済の適切な運営と投資者の保護に資す
 る」（1条）ことにあるとは明確である。旧証券取引法時代からこれらの関
 係についてどのように理解するかについて議論がある。すなわち、この両者
 が別個であるか一体であるかについては論争がある。このような論争は意味

がないという⁽¹²⁵⁾見解があるが、国民経済の適切な運営という公益と、投資者の保護という私益を結びつけるものは、「市場」以外にはないとする市場法説⁽¹²⁶⁾がある。

（３）強制的公開買付けの目的

いわゆる強制的公開買付けの立法目的が支配権の変動について透明性を確保することではなく、支配プレミアムを一般株主に平等に分配させるということにあるのであれば、金融商品取引法における投資者保護という目的を逸脱⁽¹²⁷⁾することになる。この立法目的は、投資者または株主を平等に取り扱うことの結果である。

また、全部買付義務および全部勧誘義務は、少数株主保護を目的とするもので、金融商品取引法の目的を逸脱するので、「形式的意義の会社法」に置かれるべきということになる。⁽¹²⁸⁾

さらに、会社法制が上場会社に対する規律を弱体化しているのであれば、金融商品取引法の体系を組み替え、強制的公開制度を含む公開買付制度を会社法制に位置付ける必要があるという見解がある。⁽¹²⁹⁾

しかし、「資本市場の機能の十全な発揮による公正な価格形成」（１条）という目的を重視するのであれば、強制的公開買付制度はその目的が達成される結果としての投資者保護⁽¹³⁰⁾になると考えられるので、証券市場規制の一翼を占めると位置付けることが可能となる（公開会社法要綱案第11条）。このように、強制的公開買付けは会社法と金融商品取引法との同時的問題である。⁽¹³¹⁾

そもそも「投資者」は新たに投資しようとする者だけでなく、既に投資した株主をも含むと考えれば、投資者保護と株主保護との区別、ひいては会社法と金融商品取引法との区別が必要でなくなることになる。

いずれにしても、わが国の強制的公開買付制度は、州が会社法、連邦が証券取引法を規制するという二元的規制から会社法と証券取引法とを峻別するアメリカ法システムから、会社法と証券取引法を峻別しないイギリス法シス

テムへの過度期に位置付けることができるように思われる。このため、少数株主保護が徹底されていない。

（４）公開会社法における位置付け

「会社法制について、会社が社会的、経済的に重要な役割を果たしていることに照らして会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から企業統治のあり方と親子会社に関する規律を見直す必要がある」として、法制審議会への「会社法制の見直し」の諮問が平成22年4月28日に行われ、公開会社法について議論されているが、これについて明確な定義があるわけではない。日本取締役協会金融資本市場委員会が2007年10月17日に公表した「公開会社法要綱案第11案」⁽¹³²⁾によれば、金融商品取引法24条1項の規定により有価証券報告書の提出を義務付けられる会社を「公開会社」と定義し、そのような公開会社に関する会社法の特例が「公開会社法」であるとされた（1.01コメント3）。

金融商品取引法上のうち、公開買付制度のような株券等にかかわるものは公開会社法の内容とされる。2009年7月に民主党公開会社法プロジェクトチームによって作成された「公開会社法（仮称）制定に向けて」という文書では、現行法制の主要な問題点にひとつとして、企業買収者に対する「全部買付義務」がないことが指摘されていることが注目される。⁽¹³⁴⁾

公開会社法が会社法と金融商品取引法との統合を対象とするという趣旨であるとすれば、⁽¹³⁵⁾公開会社法に強制的公開買付けを位置付けることは可能であろう。しかし、金融商品取引法上の公開買付規制は開示規制として整理することが素直であろうという意見がある。⁽¹³⁶⁾この立場では、強制的公開買付けは実質的意義の会社法として位置付けることが可能となると思われる。

（５）統合的企業買収法の整備

公開買付規制については、金融商品取引法と会社法との役割分担を明確に区分できない。イギリスのシティ・コードを参考にして、会社法の特別法と

して統合的な「企業買収法」を制定し、その法律において強制的公開買付けを位置付ける検討をすることが求められていると思われる。⁽¹³⁷⁾ 企業買収法を制定すれば、従来、公開買付規制は金融庁の管轄で、買収防衛策規制は法務省の管轄であると別々に議論されてきたが、この両者が統合されたものとなるメリットがある。ただし、市場法説によれば、企業買収法は、会社法の特別法ではなく、市場関係法規の一翼を担う経済法規になるであろう。

（追記）本稿では、証券取引法を旧法、証券取引法施行令を旧令、有価証券の公開買付けの届出等に関する省令を旧省、金融商品取引法を表示なし、金融商品取引法施行令を「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を「他社株府令」とそれぞれ略記する。

（１）企業買収は法律用語でないので、合併とは明確に区別できない。中東正文『企業結合法制の実践』37頁（信山社、2009）。1990年代後半からわが国における企業買収の件数が急増し、国際金融危機以後も年当たり2,000件弱の水準が維持されている。近藤弘康「M&Aの潮流と敵対的買収のインパクトを理解する」神田秀樹編『敵対的買収防衛—企業社会における公正なルール形成を目指して—』34頁（経済産業調査会、2005）、経済産業省『今後の企業法制の在り方について』7頁（2010）、川端久雄「2010年代の日本のM&A」MARR2010年1月号21頁（2010）。ちなみに、平成22年1月から12月までには、59件の公開買付け案件が発表されたということであるMARR2011年2月号86頁（2011）。しかし、敵対的買収は殆どなく、友好的買収が殆どである。井上光太郎＝加藤英明『M&Aと株価』21-22頁（東洋経済新報社、2006年）。敵対的買収が日本の企業風土に向かないではないかという見解がある。「MARR データ」MARR2010年2月号20頁（2010）。国境を超えた敵対的企業買収が増加すると、この風土が変わる可能性があると思われる。

（２）渡邊顕『敵対的買収』82-141頁（角川書店、2007）。

（３）株式取得による買収の方法として、株式譲渡以外に、株式交換・株式移転、および新株等の第三者割当がある。株式交換・株式移転については、江頭憲治郎『株式会社法〔第3版〕』848頁以下（有斐閣、2009）、そして第三者割当について

は、落合誠一『会社法要説』204頁以下（有斐閣、2010）参照。

- (4) イギリス型強制公開買付制度については、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号937-943頁（2006）、渡辺宏之「『制定法に基づかない企業買収規制』とその“変容”—EU企業買収指令の国内法化と英国テイクオーバー・パネル」中山信弘編集代表、神田秀樹編『市場取引とソフトロー』82-85頁（有斐閣、2009）、英国M&A制度研究会編『英国M&A制度研究会報告書』（日本証券経済研究所、2009）。
- (5) EU型強制公開買付制度については、北村雅史「EUにおける公開買付規制」商事1732号7-8頁（2005）、飯田・前掲注（4）982-995頁、三浦哲男「欧州における企業買収法制の新たな展開（その1・2・3）：EU企業買収指令を読み解く」富山経済論集55巻2号123-142頁（2009）、55巻3号335-350頁（2010）、56巻1号93-110頁（2010）、渡辺宏之「TOBルールをめぐる欧州からの『示唆』」SFJ金融・資本市場研究1号65-79頁（2010）、ヨーロッパM&A制度研究会編『ヨーロッパM&A制度研究会報告書』（日本証券経済研究所、2010）、三井秀範「欧州型の公開買付制度」商事1910号18頁（2010）参照。
- (6) アメリカ型公開買付制度については、戸田暁「米国法を中心とした公開買付制度の検討」商事1732号13頁以下（2005）、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版・一部補訂〕』179-200頁（2006、弘文堂）、秋山真也『米国M&A概説』（商事法務、2009）。わが国と異なり、アメリカ法は公開買付けについての定義規定が存在しないということに注意すべきであろう。
- (7) わが国の強制的公開買付規制はイギリス型に近いと言われるが、全部買付義務については、EU型（1996年第13指令案および1997年第13指令案）に近いように思われる。飯田・前掲注（4）986-988頁参照。
- (8) 中村直人『M&A取引等のための金融商品取引法』62-63頁（商事法務、2008）、松尾直彦「公開会社法制と金融商品取引法」商事1898号54頁（2010）。
- (9) 渡辺宏之「英国の企業買収規制—誤解と実像—」《企業法制と法創造》総合研究所 ニュースレター第2号8頁（2009）。
- (10) この区分の背後には、買収者と被買収者とのバランスを図ろうとするものである。徳本穰「企業価値研究会報告書といわゆる金員等の交付について」筑波ロー・ジャーナル5号282頁注（18）（2009）。
- (11) 神田秀樹教授によれば、イギリス型強制的公開買付けルールを実験的に導入してもいいという。ただ、イギリス型の制度を志向した場合でも、日本独特の道を歩むということになるのではないかとされる。田中亘ほか「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189頁（2009）〔神田秀樹発言〕、神田秀樹「上場会社法制の展望について」証券レビュー50巻7号42頁（2010）。イギリス法をモデルにしようとしても、わが国の会社法制とは前提となる文化的基盤が大きく異なるという見解がある。中東正文「会社支配市場に拘わる法規制の再構築」江頭憲治郎＝碓井光明編『法の再構築 I 国家と政治』60頁（東京大学出版会、2007）。
- （12）グリーンメールとは、支配権取得が目的でなく、取引所金融商品市場を通じてジリジリ買い上がったすえに高値による市場での売却または会社関係者に対する高値肩代わり要求をねらった株式の買占めである。詳しくは、拙稿「グリーンメールの法規制（１）～（６・完）」高知論叢（社会科学）47号59頁以下（1993）、48号319頁以下（1993）、49号137頁以下（1994）、51号1頁以下（1994）、51号797頁以下（2001）参照。
- （13）日置純子「欧州企業はどう備えているか—理想と現実」神田秀樹監修『敵対的買収防衛策』50頁（経済産業調査会、2005）。
- （14）渡辺宏之『制定法に基づかない企業買収規制』とその“変容”—EU 企業買収指令の国内法化と英国テイクオーバー・パネル」中山信弘編集代表、神田秀樹編『市場取引とソフトロー』84頁（有斐閣、2009）。イギリスでは、買収者は全部買付義務を負う代わり、対象会社の取締役は中立義務を負い、買収防衛策の行使に対して厳格な規制を取っているが、買収者の行為規制と取締役の行為規制との相関関係でみるべきであるという意見がある。穴戸善一＝柳川範之＝大崎貞和『公開会社法を問う』169頁（日本経済新聞出版社、2010）〔穴戸善一発言〕、穴戸善一『動機付けの仕組としての企業：インセンティブ・システムの法制度論』279-281頁（有斐閣、2006）。
- （15）必ずしも少数株主保護は徹底されていないという意見がある。松尾直彦「公開会社法制と金融商品取引法」商事1898号53頁（2010）。そもそも少数株主保護という少数という意味について再検討することが必要であるかもしれない。
- （16）強制的公開買付制度を含む公開買付制度の改正の流れについては、中東正文「敵対的買収に関する法規制」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』187-195頁（日本証券経済研究所、2007）、同・前掲注（11）41頁以下、清原健『詳解公開買付けの実務』32-57頁（中央経済社、2007）、河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本』122-129頁（有斐閣、2008）、アンダーソン・毛利・友常法律事務所編『ANALYSIS 公開買付け』4-22頁（商事法務、2009）、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第2版〕』352-353頁（商事法務、2011）、

- 石井禎＝関口智弘編『実践 TOB ハンドブック〔改訂版〕』14-21頁（日経 BP 社、2010）参照。平成17年改正までの公開買付制度に関する詳細な分析は、古山正明『企業買収と法制度』2-107頁（中央経済社、2005）参照。なお、まだ公刊されていないようであるが、平成17年5月21日に駒沢大学で行われた東京商事法研究会第230回記念大会「M&Aをめぐる法的諸問題—ニッポン放送・ライブドア事件の検証—（シンポジウム）」で報告された久保田安彦「ライブドアによる ToS-TNeT-1 取引と強制公開買付規制」をも参考にさせていただいた。
- (17) 強制的公開買付制度に関する理論的分析については、森本滋「公開買付規制にかかる立法論的課題」商事1736号10-11頁（2005）、古山・前掲注（16）82-97頁、飯田・前掲注（4）912頁以下、吉本健一＝松中学「強制的公開買付けの目的に関する立法論的考察」阪法55巻6号1頁以下（2006）、中村・前掲注（8）58-64頁、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—」ソフトロー研究第14号100頁以下（2009）参照。
- (18) イギリスでは、企業合同の歴史は19世紀末まで遡ることができる。Brian R. Cheffins, *Mergers and the Evolution of Patterns of Corporate Control : The British Experience*, 46 BUSINESS HISTORY 256, 259 (2004), レスリー・ハンナ『大企業の隆盛』33頁（東洋経済新報社、1987）。1929年には、1929年会社法155条がこれを眼中において規定を置いた。1950年代後半には、アメリカ企業によるヨーロッパ進出によって公開買付けが増加した。東洋経済編『TOBのすべて』3頁（東洋経済新報社、1972）、龍田節『証券取引法Ⅰ』229頁注2（悠々社、1994）。
- (19) 渡辺豊樹＝奥村光夫＝長谷場義久＝松川隆志＝田中誠二『改正証券取引法の解説』111-136頁（商事法務研究会、1971）〔松川隆志〕。
- (20) 古山・前掲注（16）8頁。
- (21) Robert A. Prentice, *The Role of States in Tender Offers: An Analysis of CTS*, 1988 COLUM. BUS. L. REV. 1,60 (1998)。
- (22) 平成2年に公開買付が根本的に改正されるまでの約20年間で、利用件数はわずか3件であった。レコフ編『日本企業のM&A データブック1985-2007 I 統計編 テーマ別M&A データ編』12頁（レコフ、2008）。
- (23) Hiroshi Oda, *The Current State of Takeover Law in Japan*, (2009) J.B.L 748,752.
- (24) イギリスでは、強制的公開買付けは1972年に導入されたが、1968年にその萌芽が見られた。CAROLL BOLLE, A COMPARATIVE OVERVIEW OF THE MANDATORY BID RULE IN BELGIUM, FRANCE, GERMANY AND THE UNITED KINGDOM

- 45（2008）。
- （25） 1980年代のバブル期における株式の買占めは、支配権取得が目的でなく、取引所金融商品市場を通じてジリジリ買い上がったすえに高値による市場での売却または会社関係者に対する高値肩代わり要求をねらったものであった。企業価値研究会「企業価値報告書2006—企業社会における公正なルールの定着に向けて—」11頁（2005）。詳しくは、奥村宏『買占め・乗取り・TOB』13-17頁（社会思想社、1989）。
- （26） 龍田・前掲注（18）230頁、森本・前掲注（17）6頁。日米構造協議の中間報告（平成2年4月5日）で公開買付制度が改正された。
- （27） 内藤純一「新しい株式公開買付制度（上）」商事1219号8頁。通商産業調査会編『日米構造問題協議最終報告—日米新時代のシナリオ—』112-113頁（通商産業調査会、1990）。
- （28） 内藤純一「株式公開買付制度の改正」商事1208号5頁（1990）。イギリスにおける強制的公開買付けについては、田邊光政「イギリスにおける支配株の取得規制—シティ・コード規則9条について」神院16巻3＝4号81頁以下（1986）参照。
- （29） 古山・前掲注（16）40-58頁参照。
- （30） TOB研究会『株式公開買付け（TOB）に関する調査研究—平成13年度我が国経済構造に関する競争政策的観点からの調査研究』10頁（2002）。
- （31） 内藤・前掲注（28）5頁。
- （32） 詳しい経緯については、河本一郎「自己株式取得規制の緩和の背景と実務への影響」企会46巻6号24-26頁（1994）、新谷勝『平成6年改正 自己株式の取得と従業員持株制度』28-37頁（中央経済社、1994）参照。
- （33） 古山・前掲注（16）59-81頁。
- （34） 同報告書の内容は、黒沼悦郎「強制的公開買付制度の再検討」商事1641号55頁以下（2002）、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1641号61頁以下（2002）に紹介されている。
- （35） TOB研究会・前掲注（30）1頁。
- （36） TOB研究会・前掲注（30）26-27頁。
- （37） TOB研究会・前掲注（30）28-37頁。
- （38） 金融審議会金融分科会第一部会『「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告』27頁（2003）。
- （39） 金融審議会金融分科会・前掲（38）27頁。
- （40） TOB研究会・前掲注（30）36-37頁。

- (41) 坂上真美「公開買付における担保株の法律問題（2）」民商106巻7号78-81頁（1992）、TOB研究会・前掲注（30）34-36頁、神崎克郎「公開買付制度の適用範囲」河本一郎先生古稀祝賀『現代企業と有価証券の法理』202-203頁（有斐閣、1994）。
- (42) 金融審議会金融分科会第一部会報告『市場機能を中核とする金融システムに向けて』12頁（2003）。
- (43) 金融審議会金融分科会・前掲注（42）12頁。
- (44) 新井富雄＝日本経済研究センター編『検証日本の敵対的買収』104頁（日本経済新聞出版社、2007）。ライブドア事件についての詳しい紹介は、前田昌孝『株式市場を読み解く』13-56頁（日本経済新聞社、2005）参照。
- (45) ToSTNeT-1取引は、大口取引やバスケット取引の増加に伴い、取引の円滑化の目的として、東京証券取引所が平成10年6月29日から「単一銘柄取引」として導入された取引である。なお、取引時間は、午前8時20分から午前9時まで、午前11時から午後0時30分まで、午後3時から午後4時30分まで、である。
- (46) ライブドアに買収資金提供の援助をしたのは、2008年9月に破産法を申請したリーマン・ブラザーズ証券会社であった。三宅伸吾『乗っ取り屋と用心棒』79頁（日本経済新聞社、2005）。
- (47) 東京高決平17・3・23判時1899号56頁。日本銀行内に設置された金融法委員会の『「有価証券市場」概念に関する中間論点整理』10頁（2002）も、ToSTNeTを含めた立会外取引も「取引所有価証券市場」内の取引であり、公開買付規定が適用されないと考えざるを得ないとする。
- (48) 上村達男「ライブドアによる新株予約権発行差止仮処分命令申立に対する意見書」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』50-51頁（商事法務、2005）。終値取引であるToSTNeT-2の場合にも、制度的に他の株主が取引に参加できるわけではないので、強制的公開買付規制を適用すべきという意見がある。高村隆司「クロス・ToSTNeT取引と公開買付け・自己株式取得」豊泉貫太郎編『改正会社法の基本問題』251頁（商事法務、2003）。
- (49) 河本一郎「東証ToSTNeT市場および大証J-NeT市場における株式買付けと証取法27条の2の公開買付との関係について」河本一郎＝今井宏『鑑定意見会社法・証券取引法』238頁（有斐閣、2005）。強制的公開買付制度が導入された平成2年の私法学会のシンポジウムで、3分の1ルールができてクロス取引による公開買付制度を避けることが懸念されていた。私法54号131頁（1992）〔菅谷健二発言〕。

- (50) 詳しくは、石井亮「村上ファンドによる阪神電鉄買収事件」判タ1259号78頁以下（2008）参照。
- (51) ライブドア事件によって、合併等の対価の柔軟化を図り、現金合併・三角合併等を可能とする新会社法への反対論・施行延期論が持ち上がった。前田雅弘＝中村直人＝北原直＝野村修也「〈座談会〉新会社法と企業社会」法時78巻5号8頁（2006）[前田雅弘発言]、大杉謙一「会社法の誕生と波紋」法時80巻5号8頁（2008）、中東正文「第2編 規制緩和と会社法 第1章 要望の顕現—組織再編」中東正文＝松井秀征編『会社法の選択—新しい社会の会社法を求めて』226-227頁（商事法務、2010）。
- (52) 谷口義孝「証券取引法の一部改正の概要—平成17年法律第76号の解説」商事1739号59頁以下（2005）。
- (53) 平成17年には、ライブドアによるニッポン放送事件、ドン・キホーテによるオリジン東秀株式の公開買付けなど公開買付けの件数は50件であった。レコフ・前掲注（22）12頁。
- (54) 自由民主党総合経済調査会企業統治に関する委員会『公正な企業買収ルールに関する提言』2-5頁（2005）。同委員会の提言については、松本真輔『新会社法・新証取法下における敵対的買収と防衛策』34-41頁（税務経理協会、2005）参照。
- (55) 金融審議会金融分科会第1部会『公開買付制度等ワーキング・グループ報告（案）—公開買付制度等のあり方について—』2頁（2005）。
- (56) 金融審議会金融分科会第1部会・前掲注（55）9頁。
- (57) 金融審議会金融分科会第1部会・前掲注（55）9頁。
- (58) 金融審議会金融分科会第1部会・前掲注（55）10頁。
- (59) 武井一浩「企業価値報告書・買収防衛指針と買収防衛策の実務[上]—買収防衛策の法的インフラ整備—」商事1735号16頁（2005）。
- (60) 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』100頁（2005）。
- (61) 詳しくは、若松亮『「企業価値報告書2006」とその後の企業買収』奈良輝久＝山本浩二＝清水建成＝日下部真治編『M&A 法制の羅針盤』28-47頁（青林書院、2007）、中東・前掲注（11）49-54頁参照。
- (62) 池田唯一＝大来志郎＝町田行人編『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』i頁（商事法務、2007）。
- (63) 平成16年証券取引法改正における課徴金制度については、芳賀良「証券取引

- 法における課徴金制度」岡法55巻1号93頁以下（2005）参照。
- (64) いわゆる外形基準会社。外形基準はアメリカの1934年連邦証券取引所法12条g項に相当する規定で、平成4年証券取引法改正により導入された。
- (65) 株券等所有割合の計算は複雑で、買付者の所有に係る株券等に係る議決権の数を、その株券等の発行者である会社の総株主等の議決権の数に、買付者の所有する潜在的株式に係る議決権の数を加算した数で除して計算する（27条の2第8項）。詳しくは、石井＝関口・前掲注（16）126-128頁、長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務』39-45頁（商事法務、2010）参照。
- (66) 内藤純一「新しい株式公開買付制度〔上〕」商事1219号6-7頁（1990）。
- (67) 中村・前掲注（8）70頁。
- (68) 川村正幸編『金融商品取引法〔第3版〕』217頁（中央経済社、2010）〔古山正明〕。
- (69) 大来志郎「公開買付制度・大量保有報告制度」商事1774号39頁（2006）、池田＝大来＝町田・前掲注（62）33頁。
- (70) 長島・大野・常松・前掲注（65）58頁。
- (71) 長島・大野・常松・前掲注（65）58頁。
- (72) 池田＝大来＝町田・前掲注（62）34頁。
- (73) 証券取引法研究会『会社法・証券取引法の諸問題シリーズ 平成17・18年の証券取引法等の改正（別冊商事法務299号）』109頁（商事法務、2006）。
- (74) 黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』112頁（日本経済新聞出版社、2011）。
- (75) 黒沼悦郎「公開買付制度・大量保有報告制度の改正」ひろば2006年11月号29頁注（3）（2006）。松岡啓祐『最新金融商品取引法講義』75頁（中央経済社、2010）も同趣旨であるか否は不明であるが、（1）～（6）以外に3分の1ルールが強制されるかどうかを検討する必要があるとする。
- (76) 小谷融＝内山正次編『金融商品取引法におけるディスクロージャー制度』540-551頁（税務研究会出版局、2007）。特定買付け等類型という実質的判断から適用除外とされている類型が存在があるとする立場がある。長島・大野・常松・前掲注（65）86-91頁。
- (77) TOB研究会・前掲注（30）28-32頁、石井＝関口・前掲注（16）70-76頁。
- (78) 金融審議会金融分科会第1部会・前掲注（55）4頁。
- (79) 森本・前掲注（17）11頁、志谷匡史「企業買収規制のあり方」商事1907号11頁（2010）。

- (80) 岩原伸作＝ディビット・Ａ・スナイダー＝乗越秀夫＝石綿学＝川端久雄「敵対的ＴＯＢ時代を迎えた日本の買収法制の現状と課題」MARR2004年８月号９頁（2004）〔岩原伸作発言〕。
- (81) 石井＝関口・前掲注（16）144頁。
- (82) 長島・大野・常松・前掲注（65）282-283頁。カネボウ最高裁判所判決も限定説を採用している。最判平成22.10.22金判1353号19頁。産業再生機構という政府機関が強制的公開買付制度の適用を免れるために種類株式を発行するという手法を使ってよかったのかという意見がある。江頭憲治郎「会社法制定の理念と会社法制見直しの行方」ジュリ1414号98頁（2011）。なお、カネボウ高裁・最高裁判決の評釈について、太田洋「種類株式の買付けを通じた上場企業の買収とTOB規制—カネボウ少数株主損害賠償請求事件東京高裁判決を手掛かりに—」金法1854号35-43頁（2008）、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1923号4-18頁（2011）参照。
- (83) 大来志郎＝鈴木謙輔「改正金融商品取引法の解説（４・完）課徴金制度の見直し」商事1840号36頁（2008）。
- (84) 小島義博『『うっかりTOB規制違反』課徴金を課せられないための具体的対応策』ビジネス法務９巻４号54頁（2009）。
- (85) 小柴仁「レター・回答書付き公開買付け『特別関係者』の把握」ビジネス法務2010年３月号64頁（2010）。
- (86) 長島・大野・常松・前掲注（65）80頁。
- (87) 石井＝関口・前掲注（16）94-95頁。
- (88) 大来＝鈴木・前掲注（83）38頁。
- (89) 吉本＝松中・前掲注（17）5-16頁、長島・大野・常松・前掲注（65）４頁。会社支配の変動が市場に影響を与えるので公開買付けを強制するという考え方もある。龍田・前掲注（18）236頁参照。
- (90) TOB研究会・前掲注（30）10頁。
- (91) 森順子「公開買付けに関する証券取引法等最近の改正への対応」商事1739号79頁（2005）。
- (92) 古山・前掲注（16）91頁。
- (93) TOB研究会・前掲注（30）20頁。前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等（２）」論叢115巻６号75頁（1984）をも参照。
- (94) 中村・前掲注（８）62頁。近年における親子会社の議論については、北村雅史・加藤貴仁・北川浩三・三笥裕「〈新春座談会〉親子会社の運営と会社法（上）」

- (中)(下)」商事1920号8頁以下(2011)、同1921号41頁以下(2011)、同1922号49頁以下(2011)参照。
- (95) TOB研究会・前掲注(30)4頁、飯田・前掲注(17)120-121頁。服部暢達『実践M&Aハンドブック』41-45頁(日経BP社、2008)によれば、アメリカではマイナスプレミアムの比率は極めて少ないが、日本では3分の1以上であるという。その会社法上の取締役の善管注意義務を指摘するものとして、河本=大武・前掲注(16)160-161頁。
- (96) 中村・前掲注(8)63頁。
- (97) 吉本=松中・前掲注(17)8頁、飯田・前掲注(4)920-924頁。
- (98) 飯田・前掲注(17)119頁。
- (99) 法制審議会会社法制部会第5回議事録23頁(平成22年9月29日)(上村達男委員発言)。(〈<http://www.moj.go.jp/content/000056163.pdf>〉(2011/3/10アクセス))。上村達男「公開買付市場に対する法規制」企会54巻3号42頁(2002)をも参照。
- (100) 黒沼悦郎「企業買収ルールとしての公開買付規制」ジュリ1346号32頁(2007)。
- (101) 近藤光男「6 公開買付制度」河本一郎・龍田節編『金融商品取引法の理論と実務(別冊金融・商事判例)』45頁(2007)。
- (102) 平成20年6月30日の企業価値研究会の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」においては企業価値を「株主共同の利益」と呼んでいた。このように企業価値が株主価値であるという考え方と、株主利益のみならず、従業員、債権者等の他のステークホルダーの利益をも含めるという考え方とがある。企業価値の意義については、落合誠一「敵対的買収における若干の基本的問題」企会57巻10号6-8頁(2005)、落合誠一=深尾京司「総論」落合誠一編『わが国M&Aの課題と展望』6-13頁(商事法務、2006)。
- (103) 部分的公開買付けの場合に比べて、公開買付けに応じなければならないという圧力が減少したということは評価できる。山田泰弘「国際的潮流から見た日本の株主代表訴訟制度—特に株主代表訴訟の原告適格を巡って—」立命314号122頁(2007)。
- (104) 3分の2ルールは上場廃止とも特別決議とも連動した問題でないという意見がある。金融商品取引法研究会編『公開買付け制度(金融商品取引法研究会研究記録第30号)』24頁(日本証券経済研究所、2009)[黒沼悦郎発言]。
- (105) 公開買付けにおける強圧性については、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『企業買収防衛戦略Ⅱ』251-260頁（商事法務、2006）、大石篤史＝小島義博＝小山浩『税務・法務を統合した M&A 戦略』135-137頁（中央経済社、2009）。効率の資本市場仮説の立場から、公開買付けの強圧性を批判する議論がある。星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか－会社支配市場の規律的效果とその誘因」ジュリ1326号136頁注（34）（2007）。
- （106）長島・大野・常松・前掲注（65）199頁。
- （107）少数株主は公開買付けに応じるほうが応じないときよりも獲得利益が大きくなるという実証研究がある。井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主利益」商事1874号43頁（2009）。
- （108）家田崇「支配株式取得に関する強制公開買付規制」ビジネス法務2010年12月号135頁（2010）。
- （109）藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール」商事1818号24頁注（16）（2007）では、20%から3分の1の範囲が想定されている。いずれにしても3分の2という基準では、少数株主からの利益移転を目論む買収者に対する抑止的效果を期待できない。中山龍太郎「第4章 買収防衛策の意義に関する覚書」武井＝中山・前掲注（104）152-153頁。
- （110）経済同友会『健全な M&A を促す法改正を～悪質な買収リスクを低減し、健全な M&A の促進を通じて日本経済の持続的成長を図るために～』7頁（2008）。ニッポン放送事件に関する高裁決定は、事案の解決とは離れて、①グリーンメーラー、②焦土化経営を目的で買収を行っている者、③資産を流用する目的で買収を行っている者、④会社を食い物にしようとする者という場合を濫用的買収者にあたると例示している。東京高決平17・3・23判タ1173号133頁。
- （111）黒沼・前掲注（100）32頁。強圧性の問題を排除できない以上、部分的買付けの積極的意義を高く評価する見解がある。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46巻1号36-39頁（2001）、同・前掲注（108）138頁。
- （112）三浦・前掲注（5）104頁、穴戸＝柳川＝大崎・前掲注（14）192頁〔柳川範之発言〕。
- （113）中山龍太郎「金商法一元化への危惧」ビジネス法務2010年6月号40頁（2010）。
- （114）市場取引を規制しないのは、公開買付けに関する規制が導入された昭和46年から今日までの立場である。市場取引に関する議論については、飯田・前掲注

- (4) 914-920頁参照。
- (115) 池田唯一＝岩原紳作＝神作裕之＝神田秀樹＝武井一浩＝永井智亮＝藤田友敬＝松尾直彦＝三井秀範＝山下友信『金融商品取引法セミナー【公開買付け・大量保有報告編】』25頁（有斐閣、2010）〔藤田友敬発言〕。
- (116) 証券取引法研究会「証券取引法の改正について（30）—公開買付制度—強制的公開買付制について—」インベストメント46巻1号28頁〔神崎克郎報告〕（1993）、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』243頁（有斐閣、2010）〔加藤貴仁〕。
- (117) TOB研究会・前掲注（30）10頁。
- (118) 飯田・前掲注（4）915-916頁、917頁。
- (119) 岸田雅雄『金融商品取引法』228頁（新世社、2010）。
- (120) 黒沼・前掲注（75）21頁。なお、黒沼教授は、3分の1ルールを廃止すべきであるという基本的立場である。黒沼・同論文29頁注（4）。
- (121) 岩原＝スナイダー＝乗越＝石綿＝川端・前掲注（80）9頁〔石綿学発言〕。
- (122) 志谷・前掲注（79）8頁。
- (123) 池田＝岩原＝神作＝神田＝武井＝永井＝藤田＝松尾＝三井＝山下・前掲注（115）15頁〔藤田友敬発言〕。
- (124) 黒沼悦郎「新会社法と証券市場法制との関係」法時78巻5号30頁（2006）。強圧性の問題を排除できない以上、部分的買付けの積極的意義を高く評価する見解がある。家田・前掲注（111）36-39頁、同・前掲注（108）138頁。しかし、部分的買付けが一般に許容されれば、強圧的な二段階公開買付の到来を阻止できない。中東・前掲注（1）26頁。
- (125) 黒沼悦郎『証券市場の機能と不正取引の規制』10頁（有斐閣、2002）。
- (126) 詳細は、河本一郎「証券取引法の目的」法教151号61頁以下（1993）、岸田雅雄＝森田章＝近藤光男『逐条・証券取引法—判例と学説—』1-20頁〔岡田豊基〕（商事法務研究会、1999）、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』11-19頁（青林書院、2006）、上村達男「金融商品取引法—目的規定の意義を中心に」ひろば59巻11号50頁以下（2006）、黒沼・前掲注（74）21-22頁、山下＝神田・前掲注（116）7-8頁〔山下友信〕。
- (127) 古山・前掲注（16）47頁、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』126頁（日本評論社、2009）。江頭論文における金融商品取引法の目的は、投資情報を金融商品等の価格に迅速に反映させることにある、とする。

- (128) TOB 研究会・前掲注（30）23頁、江頭・前掲注（127）126頁。
- (129) 中東正文「公開買付制度」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の現代的課題』167頁（日本証券経済研究所、2010）。
- (130) 上村・前掲注（126）52頁。
- (131) 古山教授によれば、限界領域とされる。古山・前掲注（16）42頁。
- (132) 会社法制部会の第4回会議において「当面のスケジュール」が決定された。一部の報道では、2、3年の議論を経て立法化がなされる見込みであるという。平成22年2月25日付日本経済新聞朝刊4面。ただ、2010年8月の参議院選挙の敗戦により、民主党議員の関心が薄れていると伝えられている。江頭・前掲注（82）100頁。
- (133) 現在、要綱案の作成にあたる機関は早稲田大学の研究機関に移っている。最新のものとして〈http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/koukai_kaishahou/20100110_Youkou11.pdf〉（2011/3/10アクセス）参照。上村教授が公開会社法を構想し、その作成の中心となっている。同教授の構想については、上村達男『会社法改革』85-145頁（岩波書店、2002）。
- (134) 〈http://www.nikkei.co.jp/hensei/comp09/pdf/comp09_2.pdf〉（2011/3/10アクセス）
- (135) 岸田雅雄「公開会社法・総論」『大証金融商品取引法研究会』3号3頁（株式会社大阪証券取引所、2010年）。統合についての妥当性については、理論的な面からも疑問が呈されている。大杉謙一「『公開会社法』についての一考察（上）（下）」金判1321号6-12頁（2009）、1322号2-9頁（2009）、落合誠一「会社法制見直しの基本問題」商事1897号4-11頁（2010）。
- (136) 中山・前掲注（113）41頁。
- (137) 岩原＝スナイダー＝乗越＝石綿＝川端・前掲注（80）19-20頁〔川端久雄発言〕、渡辺・前掲注（4）41-43頁。シティの人的ネットワークというインフラがないところに、法制度だけをもってきてもうまく行くとはいえないという意見がある。宍戸＝柳川＝大崎・前掲注（14）192頁〔宍戸善一発言〕。前掲の注（11）をも参照。
- (138) 宍戸＝柳川＝大崎・前掲注（14）169頁〔宍戸善一発言〕。