

## 支配株主の交代に対する規律と「効率性」

小松 卓也

- 一 緒 論
- 二 株主の非平等処遇規律は「効率的」であるか
- 三 平等処遇規律の「効率性」
- 四 按分比例処遇規律の「効率性」
- 五 結 語

### 一 緒 論

企業買収に関する規律をどうするかという問題は、幾つかの観点が複雑に絡み合っており、一筋縄ではいかな  
いものである。ひとつには、上場会社が買収の対象となる場合、対象会社の経営状況や株価などに重大な影響を  
及ぼしうることや、対象会社の少数株主たる一般投資者の立場が大きく変化しうること、などを鑑みて、株式市  
場に関する法規律が問題となる。また、企業買収によって、新たな支配・従属会社の関係が形成されることから、

いわゆる結合企業法の問題という側面もでてくる。さらに、買収の対象となった会社における買収防衛策のあり方も、問題となる。

企業買収について、一定の整備を施している諸国、たとえば、アメリカ、ドイツそして日本における、現在の制度をみた場合、基本的な枠組みにおいての相違がみられる。もつとも、いうまでもなく、相違があることそれ自体が問題というわけではない。しかし、実際問題として、国際的な企業買収を想定した場合、その法制度自体の是非が国際的な評価に晒されることにもなるであろう。採用する制度が、国際的にみても妥当なものであるとされるためには、多面的な検討を踏まえかつ相応な理論的基盤をもつ必要がある。その意味において、理論的な研究および比較法的な研究が大きな意義をもつ、と考えられる。

ところで、買収が行なわれる過程、すなわち、ある会社の支配的持分を買収者が取得する過程についての規律を問題とする場合、その過程の様態は、大きく二つに分けることができる。すなわち、一方では、買収しようとする者が、微小な持分割合の株式を保有する多数の一般投資者から株式を買い集め、支配的持分を獲得するに至る、という態様のものがある。また、他方では、既に買収対象の会社に支配株主が存在しており、買収者がその支配株主から株式を譲り受ける、という態様がある。ここでは、後者の態様いわゆる支配株主の交代の局面に、焦点をあてることにする。

そこで、支配株主の交代に関する規律については、その原則的な枠組みとして次のようなものがある。第一に、原則として、少数株主の持分は無視しつつ、買収者は既に存在する支配株主からその持株を私的に譲り受けることができる、というあり方が考えられる。第二に、買収者が、それまでの支配株主から支配株を譲り受ける場合には、被買収会社の少数株主に対してもその持株の買取りを申し出なければならぬ、というあり方も考えられ

る。第三に、買収者は、一定割合以上の持分を取得する場合には、支配株主およびその他の少数株主から、同一条件の下で、かついわゆる按分比例の数量で、買い付けなければならない、というあり方も考えられる。あくまで原則的ないし一定の条件の下ではあるが、第一の規律は、アメリカ法の立場であり、第二のものは、イギリスやドイツにおいて採用されている規律、また、第三のものは、日本の現行の証券取引法が市場外取引の場合について定めるところの規律である。なお、以上のうちで、一瞥して思われることは、第一の規律が最も買収が遂行され易いもの、ということである。

問題は、各々の規律をどう評価するかである。ひとつには、企業買収が行なわれて被買収会社の経営が買収者によって改善される、という状況を想定するならば、買収によって、企業という資源がより有効に利用されるといふ結果がもたらされる。すなわち、資源がそれをより有効に活用できる者によって利用されるといふ意味での、効率性が高まることになるのである。そこで、効率性の観点から、企業買収が促進されることに大きな意義があるとして、買収が容易に遂行されうるといふ側面を伴った、上掲の第一の規律を導入すべきである、という見方もありうる。

他方で、買収後に被買収会社が冷遇ないし不利益を受けるという状況を懸念するのであれば、買収のさいに少数株主の持株も買収者が買い取るといふ、上掲第二の規律の方が、少数株主の保護という観点から、より良いものだとすることもできよう。

以上のような議論は、買収に関するそれぞれの法制度を理解するうえでひとつの重要な軸となるものであるが、それをもって全ての評価が下されるというものではない。経済社会の状況や企業買収の機能性に対する評価、支配株主と少数株主との利害調整などといった要素を複眼的に検討することが必要となる。しかし、それらの要

素を一括しかつ系統立てて検討することは、容易ではない。

そこで、本稿では、上述した「効率性」の観点から第一の規律が優れているという命題に焦点を当て、そうし<sup>①</sup>た命題の検討において、企業買収に関するそれぞれの規律の比較を行なうことにした。もつとも、それは、現存する制度の解釈論や具体的な立法論を展開するものではなく、あくまで、制度を選択するための、ひとつの出発点ないし着眼点を考察するものである。それゆえ、本稿は、買収規律に関する総合的ないし包括的な比較検討というものではなく、また、いずれの規律のあり方を法制度として採用すべきかという、結論的な主張を呈示するものではない。<sup>②</sup>

## 二 株主の非平等処遇規律は「効率的」であるか

(イ) さしあたり、既に挙げたような、支配株主の交代に関する三つの規律、すなわちアメリカ型、ドイツ型および日本型を、それぞれ、買収対象会社の株主の扱いからみて、「非平等処遇」、「平等処遇 (Gleichbehandlung)」および「按分比例処遇」と呼ぶことにする。また、完全子会社のかたちで買収する場合を「完全買収型」、そうでないかたちでの買収を「部分的買収型」とよんで、区別することにする。平等処遇の規律の下では、少数株主の出方次第によっては、買収者は対象会社の全ての株式を買い取ることになるから、「完全買収型」になる可能性が高いといえる。他方、非平等処遇および按分比例処遇の規律の下では、買収者は、対象会社の株式を部分的に取得するだけで済ませることができる。

そこで、非平等処遇の規律が効率性を高める買収を促進させる、という命題の論拠である。ひとつには、次のように言われている。すなわち、買収しようとする者は、買収対象会社の価値をそれまでのもの以上にすること

を企図しているのだから、支配株の譲受人すなわち買収者は、支配株の譲渡人すなわち買収対象会社の支配株主に対して、買収対象会社の株式の市場価格を上回る対価を呈示する。支配株をそうしたプレミアム付きの対価で売却できるのであれば、現在の支配株主は、その保有する支配株を進んで売却するであろうし、また、より高値で支配株を購入する買収者を見出すインセンティブをもつ、と考えられる。その結果、有益な支配株取引が促進される、と<sup>③</sup>。なお、本稿では、少数株主の保護という問題を直接扱うものではないが、こうした立論の下では、買収対象会社の少数株主は、持株を買収者に買い取ってもらえないだけでなく、そうしたプレミアムを直接には享受できないことにもなる。<sup>④</sup>

他方で、平等処遇の規律の場合には、対象会社の株主全員の持株を買い取るとなれば、そのために多くの出費を要する意味で、他の規律に比べて、買収者の負担が大きくなる。<sup>⑤</sup>すなわち、企業買収自体の促進が妨げられることになる。また、按分比例の規律の場合には、買収者がプレミアム付きの価格を呈示しても、支配株を保有する対象会社の株主は、少数株主とそれを分け合うことになるであろうし、加えて、当該株主は、買収後に少数株主として残存するおそれがでてる。<sup>⑥</sup>要するに、非平等処遇規律に比べて、現在の支配株主がその持株を手放すインセンティブが弱められるのである。また、これら二つの規律の場合には、いわゆる買収者にとって、公開買付けを行なうことを要するため、一定のコストがかかる、という側面もある。

(ロ) さて、非平等処遇の規律が効率性を高めるという命題が意味するところを、改めて確認しておこう。それは、非平等処遇の規律によって、企業買収が促進され、その結果、買収された会社はよりよい支配株主の下でよりよく経営される、すなわち資源の分配という意味で企業資源がよりよく利用される、というかたちでの企業買収が促進される、ということである。<sup>⑦</sup>なお、さらに幾つかの補足が必要であるが、後に適宜触れることにする。

そこで、非平等処遇の規律を批判する Reul の見解をみることにしたい。Reul の分析は、いわゆる「法と経済学」に関するシカゴ学派とよばれる学説を批判的に分析したものであり、その検討内容は詳細かつ多岐にわたる。もつとも、本稿では、それらの全てに言及するものではないことを、予め断っておく。<sup>(8)</sup>

さしあたり、非平等処遇の規律の優れた点が、資源配分上の効率性を高めることにあるとするのであれば、その実際の成果が問われるところである。Reul は、非平等処遇の下での買収がそうした効率性を高めるか、という点に関して、既存の実証研究を参照しつつ、幾つかの (manchen) 事例においてその成果がみられるが、通例的なものではない、としている。<sup>(9)</sup> もつとも、個別に行なわれたものに関して、あるいは一般論としてみた場合、実証研究の意義については、評価が分かれうるであろう。実証研究の意義自体は無視しえないものであるにせよ、買収による企業体の再編の成果は、各々の時代における経済状況や社会状況その他の影響を受けることも考えられる。

(ハ) さて、問題は、非平等処遇規律による部分的買収が行なわれたのちに、買収者が、被買収会社の企業資源をより有効に利用することになるかどうか、である。<sup>(10)</sup> もつとも、企業買収の局面に限らず、通常の会社経営の局面においても、企業資源が期待どおりに利用されない場合はありうる。<sup>(11)</sup> しかし、ここでの問題は、法制度として非平等処遇の規律を選択するひとつの要因となる程の合理性ないし説得力をもって、そうした効率性の向上を想定することができるかどうか、であると考えられる。それを肯定する立場の基本的な論拠は、買収者がプレミアム付きで支配株を譲り受けるのは、より有効に買収対象会社を経営できるという判断があるからだ、という点である。<sup>(12)</sup>

しかし、Reul によれば、買収者にとっての合理的に予測される買収後の行動とは、被買収会社すなわち従属

会社をより有効に利用することではなく、従属会社の資産ないし利益を略奪して、買収者すなわち支配会社自身の利益を上げることである、という。その説くところによれば、支配会社が従属会社を犠牲にしてその利益を略奪する場合の方が、従属会社をより有効に利用する場合よりも、支配会社自身の利益として大きいのであれば、前者を選択することが、自己利益の最大化を企図する合理的経済人の行動に該当する<sup>(13)</sup>。他方、従属会社自身が獲得した利益は、全て買収者に入るのではなく、従属会社の少数株主とその利益を分け合うことになるが、買収者が、そうした帰結を承知のうえで、従属会社を有効に利用しその価値を高めるであろう、と想定することは、むしろ買収者を博愛人ないし慈善家とみていることになる、というのである<sup>(14)</sup>。

そして、ReUは、支配会社が自身あるいは従前から傘下にある他の従属会社のために、買収した従属会社の資産ないし利益を略奪する行為を、コストの外部化 (Externalisierung) とよび、そうした状況は企業資源の誤った分配である、とする<sup>(15)</sup>。なお、完全買収に至らず、被買収会社に少数株主が残存している限り、コストの外部化が行なわれる誘引が存在する、という<sup>(16)</sup>。

どのような法制度を採用するかにおいては、いうまでもなく、様々な事柄を総合的に勘案することが必要である。もつとも、ここで議論を限定しているように、効率性を高めるか否かという観点からすれば、買収者が、買収後に被買収会社をより有効に活用するのか、それとも、被買収会社の資産ないし利益を略奪するのか、という二つの状況に関する問題となる。ReUによれば、後者が経済的合理人の行動であるということになる。しかし、法が社会のあるべき状態の実現を企図するものだとすれば、ReUがいう慈善家の行動を法が期待することも、愚かな考えではない<sup>(17)</sup>。

(二) とところで、非平等処遇の規律を採用する立場においても、そうした略奪の発生が看過されている訳ではな

い。端的にいえば、現在の支配株主が、略奪的な買収者に対して、その支配株を譲渡しなければよい、と考えることができる。これは、アメリカにおいて、譲渡人である支配株主の信任義務として論じられているものである。<sup>(18)</sup>たとえば、デラウェア州衡平法裁判所は、次のように判示している。「……多くの先例から支持されている命題とは、会社の支配権が他者へ移される場合に、支配株主は、一定の状況下において、買収者の善意 (good faith) を調査する義務を負う、というものである。すなわち、合理的な者であれば、そうした状況下で、買収者が会社資産の略奪を意図していないもしくは計画しそうにないことについて、確証を得る手立てを講じる義務を負う、のである。それらの先例が言及する状況とは、合理的に思慮のある者ならば疑念を生じるであろう、事実の存在である。」「……たしかに会社の支配株の譲渡人は当該譲受人の保証人ではないけれども、合理的な程度に慎重な者であれば、譲受人が不誠実であるかもしれないとか、あるいは決定的に信用できない点があるかもしれないとか、というリスクに警戒するであろう状況が存在する場合には、譲渡人は、合理的な程度に慎重な者が行なうであろう調査をする義務を負い、かつ、回避しうる損害を防止する注意義務を負う」と。

(ホ) 他方、譲渡人に対してこのような義務を課すというかたちで、略奪の問題を解消しようとするあり方に対しては、同じく、非平等処遇の規律に立つ論者からも、批判されている。それは、支配株の譲渡人が、調査を行わない、略奪的買収を行なおうとしている買収者かどうかを事前に見分けることは困難である、という指摘である。なぜそれが困難かについて、論者は次のようにいう。すなわち、たとえば、低迷している会社を買収し、当該会社の事業の幾つかを売却しつつ残りの事業を再編成する、という抜本的な措置は、略奪の疑いがかかりうるけれども、効率性を高める最善の策である場合がしばしばある。つまり、会社資産の解体や大規模な再編成は、典型的な略奪行為として捉えられがちであるが、実はそうではないのである。そうした事情からすれば、ある買収が

略奪的なものであるかどうかを、事前すなわち買収以前の段階において判別するのは困難である、というのである。<sup>(20)</sup>

そこで、この論者は、略奪行為に対しては、抑止効果をもつ程度の制裁を課すという措置によって、対応すべきであるという。そして、略奪的買収を阻止しようとして事前に買収行為を調査ないし監視することは、同時に効率性を高めることになる買収をも抑止するおそれがでくる。そして、抑止効果を伴う事後的な制裁的措置の方が、こうした弊害を伴う対処よりもコストが低い、とするのである。<sup>(21)</sup>

なお、先のような論者の立論に対しては、次のような点が疑問である。それは、行なわれようとしている買収が、略奪的なものであるか、それとも効率性を高めるものであるか、支配株の譲渡人が前もって見分けることが難しいのであれば、買収者によって呈示された支配株の購入に付されたプレミアムが、相応なものであるかどうか、譲渡人からは不明ではないか。<sup>(22)</sup> だとすれば、確かにプレミアムは付されているけれども、それが割安な程度のものであるかもしれない、という不確定要素があるがゆえに、現在の支配株主は容易に支配株を譲渡することにはならないのではないか、という疑問である。<sup>(23)</sup>

(ヘ) 要するに、以上の議論から、非平等処遇の規律が効率性を高める、という命題それ自体は、一定の論拠をもってはいるけれども、揺るぎのないものでもないようである。<sup>(24)</sup>

そこで、当該規律が効率性を高めるうえで最も優れたものであるかどうかは、企業買収についての他の規律との比較のうえから、改めて問い直す必要がある。そこで、次に、効率性の観点から、他の規律を検討しよう。

### 三 平等処遇規律の「効率性」

(イ) 平等処遇の規律に関しては、その意義として、次のことが指摘されている。すなわち、買収後に新たな支配・従属会社関係が形成され、少数株主が不利益を受けるおそれが生じること、あるいは、買収会社および被買収会社を含めた企業グループ全体が、ひとつの統一的な企業体として運営されうることを法的に肯定すること、といった事情の下に、少数株主の保護を図るための、買収時点での措置であるというものである。<sup>(25)</sup> 他方で、Reitは、平等処遇規律が、資源分配上の効率性を高めるという観点から、非平等処遇規律よりも優れたものである、と主張している。

なお、改めて付言しておく、ここでの議論は、企業買収が効率性を高めるという観点から、法制度を評価するものであり、その出発点として、買収の局面で、どのような行動を基本的に想定するのか、という問題である。(ロ) さて、Reitによれば、買収後に被買収会社の企業資源をより有効に利用するであろう支配株主すなわち買収者は、被買収会社の価値が高まるのであれば、当該会社の全ての持分の価値も上がるので、その全株式を取得することを企図するはずである、<sup>(26)</sup> つまり、Reitは、効率性を高めかつ合理的に行動する買収者は、平等処遇の下で完全買収することを望むはずである、<sup>(27)</sup> というのである。

また、完全買収が行なわれた場合、買収者である支配会社が被買収会社すなわち従属会社の企業資源を略奪したとしても、単純に考えれば、当該従属会社が完全子会社であるがゆえに、その支配株主という立場において、略奪によって得た利益と同程度の損失を受けることになろう。<sup>(28)</sup> つまり、全体としてみれば、略奪を行なっても支配会社の利得にならないがゆえに、平等処遇の規律は略奪行為を阻止することになる、<sup>(29)</sup> という。

他方で、既に指摘したように、非平等処遇の規律を支持する立場は、買収者が、買収後に被買収会社の資源をより有効に利用することを予定しているがゆえに、プレミアム付きの対価で支配株を購入する、という状況を基本的に想定している。これに対して、Reuは、次のようにいう。すなわち、非平等処遇の場合には、たとえ買収者が効率性を高めることを企図しつつ、買収にさいして当該プレミアムを付したとしても、彼の意に反して、買収後に、効率性の向上によって得られる支配株主つまり買収者の利益が、そのプレミアムの支払いにかかった出費の程度よりも、低くなる<sup>(30)</sup>ことがありうる。そのような場合には、買収者は、被買収会社の略奪による利益獲得に向かうようになる、と。

もっとも、まさにReuが指摘するように、買収後にどれだけ効率性向上という成果が得られるのか、その予測は容易ではないのであるから、効率性を高めるであろう買収者が、完全買収によって当該成果にかかるリスクを全て引受けるのでなしに、さしあたり部分的買収を選び、場合によってはその後完全買収を行なう、という行動の方が合理的ではないか、という疑問もありうる<sup>(31)</sup>であろう。

(ハ)ところで、平等処遇の規律の下で完全買収が行なわれた場合には、買収者は、対象会社の株式を全て買い取るという意味での、資金的により大きなコストがかかることになる。したがって、平等処遇が、企業買収およびそれによる企業グループの形成に対する障害となる<sup>(32)</sup>。しかし、完全買収が行なわれる<sup>(32)</sup>ということは、被買収会社である従属会社の損益全てを買収者が引き受けることになるのである。Reuは、部分的買収が「企業支配についての市場」であるのに対して、完全買収は「企業そのものについての市場」であるとして、後者のみが企業資源の効率的利用を保証する、という<sup>(33)</sup>。すなわち、完全買収を行なうためにより多くの資金を要すること、逆に見れば、まさに当該コストに見合うだけの効率性を高める買収のみが促進される<sup>(33)</sup>ということである、と

考えるのである<sup>(34)</sup>。端的に言うると、平等処遇の規律の下では、効率性を高める買収のみが慎重に行なわれることが期待できる、ということになろう。

こうした立論に対しては、言うまでもなく、非平等処遇の規律の下で部分的買収が行なわれる方が、よりコストが低くてすむから、効率性を高める買収がより多く実現されうる、という反論がありうる。しかし、Reulは、平等処遇の規律の下では、実現される買収の量の損失はあるが、効率性を低下させる買収をも阻止するので、いわば質的な利益がある、という<sup>(35)</sup>。また、Reulは、先にも触れたように、部分的買収の場合には、買収後、効率性が高められることよりも、略奪すなわちコストの外部化が行なわれることの方が、合理的に予想される、という立場をとるのである<sup>(36)</sup>。

(二) また、Reulは、平等処遇の規律が資本市場の機能性を高める、という点も指摘する<sup>(37)</sup>。これは、被買収会社の企業資源がよりよく利用されるという点での、効率性が高められるという命題そのものに関する議論ではない。ここで取り上げるReulの論旨とは、要するに、資本市場の役割りないし機能とは、より多くの資金がそこに集められ、当該資金がより有益に用いられるように配分されることであるが、その結果、資本市場をとおして、よりよい株式会社がより多くの資金を獲得でき、それによって資源配分の効率的が高まる、という文脈におけるものである。そして、資本市場がそうした機能を十分に果たすためには、さしあたり一定規模以上の資金がそこに集められなければならない、そのためには、資本市場が一般の投資者からみて魅力的なものである必要がある、とする。したがって、その観点から、資本市場におけるしかるべき法律制度を整えることが重要であるが、そのひとつの措置として、平等処遇の規律がある、というのである<sup>(38)</sup>。

さし、具体的にReulの議論を見てみよう。まず、Reulは、買収が行なわれて被買収会社の支配株主が入れ替

わるといふ局面では、一般投資者の立場からすれば、買収後に新しい支配株主がどのように行動するか不明であるという、不確実的要素が発生することになる。すなわち、企業買収は、買収対象会社に対して一般投資者が行なった当初の投資判断に変容を強いるものであり、場合によっては、資源配分上の効率性を低下させるものである、とする。<sup>(39)</sup>

そして、買収が非平等処遇の規律の下で行なわれるとすれば、株式投資を行なうに際して、一般投資者はたえずそうしたリスクを抱えることになるから、そもそも株式市場に投資することを避けるであらう。その反面で、平等処遇の規律の場合には、完全な対価を得て会社から退出することによって、買収後の新たな支配株主がどのように行動するかというリスクを回避することができる。その意味で、一般投資者に対する資本市場の信頼性が高まるのである、というのである。<sup>(40)</sup>

加えて、Reuは、株主間の平等性が、資本市場に対する投資者の信頼を確保するものであり、資本市場が多くの資金を集めうるための基本原則である、という。仮に、会社の破綻時にはその株主が一樣に責任を負う反面で、支配株取引時には、譲渡人である支配株主と同様に会社から退出する機会が与えられないのであれば、一般投資者にとつて納得がいかなないことにならう。そして、そうした株主間の平等性に関する基本原則は、既に、内部者取引の規律などにおいても見られることである、とする。<sup>(41)</sup>

さらに、平等処遇規律の下で、少数株主がプレミアム付きの対価を得て、会社から退出できるのであれば、投資時には企図していなかった利益を、被買収会社の少数株主が得ることになる。こうした状況は、株式投資自体の魅力を高めることになる、とするのである。<sup>(42)</sup>

もっとも、以上のようなReuの立論に対しては、非平等処遇の規律を支持する立場からは、当初の投資判断

とは異なる未来が発生するかもしれないというリスクは、分散投資によって解消できる、とする<sup>(43)</sup>。さらに、Reinが指摘するところの、企図せざる利得が発生するという点は、いわゆるただ乗りの利得をむしろ肯定する見方として、興味深い。しかし、そこには当初の投資判断とは異なる状況が発生しているのである。まさに当該状況自体を容認することは、株式投資の投機性を強めひいては資源配分に関する市場の機能を低下させる、という結果を招くおそれがある<sup>(44)</sup>。

#### 四 按分比例処遇規律の「効率性」

(イ) 按分比例処遇の規律に関しては、とりわけ、買収対象会社の支配権が変動することが、当該会社における一般投資者である少数株主の利益に著しい影響を及ぼすことになる、という観点から、当該規律の正当性が論じられている<sup>(45)</sup>。また、それとともに、按分比例処遇の規律は、効率性の観点から、非平等処遇の規律に比べて積極的に評価されてきたといえる。その消極的に評価される根本的な理由は、前者の方が、企業買収それ自体、ひいては効率性を高める企業買収が、より行なわれにくい規律である、という点にある。

ひとつには、按分比例処遇の規律は、現在の支配株主がその支配株を手放すインセンティブにおいて、非平等処遇の規律に劣る、ということがある。そうしたことの要因としては、按分比例処遇の規律の下では、買収対象会社の支配株主がその持株を全て捌くことができなければ、買収後に少数株主化するという点<sup>(46)</sup>、および、支配株取引に付されるプレミアムを、当該支配株主は丸ごと享受できないという点<sup>(47)</sup>、が問題となる。

さらに、按分比例処遇の規律においては公開買付けが行なわれる点がある。他方、非平等処遇の規律では支配株の相対取引ですむ。それゆえ、按分比例処遇規律は、公開買付けを実施することから、時間がかかり諸費用を

要するといふコスト面において、問題となるのである。<sup>(48)</sup>

果たして、これらの立論は動かし難いものであろうか。<sup>(49)</sup> 最終的な価値判断をするにおいては、利害調整の観点からの検討を踏まえないならぬ。しかし、ここでは、制度という枠組みを設計するうえで、企業買収の対象となる会社あるいは現在の支配株主について、どのような行動を想定するか、あるいは、効率性が高められるための、基準となりうる当該支配株主の行動とは何か、という点に着目して、検討を行なうことにする。<sup>(50)</sup>

(ロ) 第一に、現在の支配株主が、買収に応じて持株を手放し易いかどうかについての問題である。買収後に被買収会社の価値が高められるのであれば、現在の支配株主は、按分比例処遇の規律の下で、買収後に少数株主化するのであつても、まさにそこで少数株主として利益を享受することができるのである。<sup>(51)</sup> だとすれば、現在の支配株主が、按分比例処遇規律に伴なう公開買付けに応じて支配株を部分的に手放すという行動も、相応な程度に、想定しうることであろう。要するに、当該規律において効率性を高める買収が抑制されることはないとする<sup>(52)</sup> ことにも、一定の合理的論拠を見い出すことができる。

第二に、プレミアムに関する問題である。非平等処遇の規律の下でプレミアムを独占的に享受できることは、現在の支配株主に対して、企業資源をより有効に活用しうる買収者を見つけ出すインセンティブを与える、といわれている。<sup>(53)</sup> しかし、現在の支配株主は、按分比例処遇の規律の下で買収後に少数株主化するおそれがあるのであれば、当該少数株主としての利益を考慮するはずである。その意味で、まさに按分比例処遇の規律が、より良い買収者を見い出すインセンティブを与える、と解することもできるのではないか。<sup>(54)</sup>

第三に、企業買収において効率性を高めるもののみが促進されるかどうかである。按分比例処遇規律の下で、現在の支配株主が買収後に少数株主化しうるということは、あるいは、先程述べたように、買収後の略奪行為に

よって当該少数株主として不利益を受けることを懸念する、ということにもなろう。それは、按分比例処遇の規律によって、現在の支配株主は、買収しようとする相手方が効率性を高めない買収者ないし略奪的な買収者かどうか警戒しつつ行動する、という効果を伴なうことが期待できるといえよう。<sup>(55)</sup> 言い換えれば、按分比例処遇の規律は、効率性を高める買収とそうでない買収とを選別する作用を包含している、と捉えることができる。

第四に、企業買収以前の効率性に関する問題がある。確かに、按分比例処遇規律によって、支配権にかかるプレミアムを現在の支配株主が独占的に享受できないことから、買収の促進が妨げられる、とする論旨自体にも、相応の合理性は認められるところではある。しかし、非平等処遇規律の下で、現在の支配株主が、当該会社の企業資源を十分に活用していない反面で、支配株取引によってプレミアムを独占的に享受できるとするならば、裏を返せば、まさに当該支配株主自身が会社の経営を改善しようと努力するインセンティブを欠くことにもなる<sup>(56)</sup>。要するに、企業買収が行なわれる以前の状態で効率性が高められるという点では、むしろ非平等処遇規律の方が劣るのではないか、という見方もできよう。<sup>(57)</sup>

第五に、按分比例規律に伴なう公開買付け実施のコストの問題がある。いうまでもなく、低コストのほうが、企業買収それ自体を促進させることにはなるであろう。しかし、重要な点は、企業買収自体が行なわれることではなく、効率性を高める企業買収が行なわれることである。公開買付けを経て情報が広く開示されることで、効率性を高めない企業買収がより阻止されると考えることもできよう。確かに、支配株が相対取引されるほうが、簡易迅速であることは否めない。しかし、とりわけ大規模な会社の支配権が交代する局面では、ある程度の慎重さも必要であろう。<sup>(58)</sup>

第六に、按分比例規律の下でも、買収者がプレミアムなし又は市場価格以下での対価で公開買付けをすれば、

おそらく少数株主は買付けに応じないであろうから、結果的に、対象会社の支配株主と買収者との間のみでの、支配株の取引が実現する可能性が高くなる<sup>59)</sup>ことが、指摘されている。そこで、そうした対価での公開買付けが行われること自体をどう評価するか、問題である。たとえば、支配株の相対取引の有用性が認められる場合として、買収対象会社における、事業の再構築および倒産の回避、が指摘されている<sup>60)</sup>。事業の再構築の場合については、具体的な状況をさらに思案する必要がある<sup>61)</sup>から、ここでは言及を避ける。他方、倒産回避の場合は、買収対象会社の経営者としての、当該支配株主の従前からの行動が問題視されうる場面でもあろうから、市場価格以下で支配株を手放すのも致し方ない<sup>61)</sup>とすることにも、一理ありうるのではない。

(ハ)とところで、先にみた、ROEの指摘する株式市場の機能性の向上という議論から示唆を受けて、以下のような着想が得られたので、呈示しておこう。すなわち、按分比例処遇の規律においては、会社が十分良く経営されないということになれば、買収が行なわれ、それに際して少数株主はプレミアムを得る、という可能性がある。このことは、一般投資者がいる会社に株式投資するに当たって、その会社において最善の経営が行なわれないかもしれないというリスクを軽減する意味をもつ、と捉えることもできよう。他方で、その会社の支配株主に対しては、最善の経営をなしえなかったという点で、按分比例処遇規律の下で支配権プレミアムを独占的に享受しえないことにも一定の合理性がある、と考えることもできる。あるいは、按分比例処遇規律が買収の促進を妨げるというのであれば、現在の支配株主に対して、支配権の交代を断念し、より良い経営をする方向でのインセンティブが生じることもなる。要するに、按分比例処遇規律は、少数株主にとって株式投資にかかるリスクが軽減されるという作用をもつのである。先述のReutの立論に沿っていえば、按分比例処遇規律は、株式市場の魅力を高め、その機能性を向上させるための要因を含んでいる、とみることもできる<sup>62)</sup>。

(ハ) 他方、平等処遇規律と按分比例処遇規律との比較については、どうか。さしあたり、平等処遇規律を完全買収型とし、按分比例処遇規律を部分的買収型として、双方を区別すれば、三節において既述したような相違があるといえる。とりわけ、効率性に関する按分比例処遇規律の長所を指摘しておく、平等処遇規律が完全買収という結果に至りうることを考慮すれば、按分比例処遇規律の下で部分的に買収する方が、買収にかかるコストが低くなりうる。その点で、按分比例処遇の規律は、平等処遇の規律に比べて、さしあたり、企業買収をより促進しうる要素をもっている、といえよう。

## 五 結 語

本稿は、支配株主の交代という局面での企業買収行為に焦点を当て、買収規律の基本的なあり方を問題としたものである。しかし、あくまで効率性という観点から、企業買収に関する規律を分析したにすぎない。さしあたり、結論として、効率性の観点から非平等処遇の規律が優れているとする命題に対しては、疑問を挟む余地があり、かつ、それが制度設計において考慮されうる要因として決定的な重みをもつ程のものではない、と考えられる。<sup>63)</sup>

また、効率性が高められるという問題でいうと、なにも企業買収だけがその手段となるわけではない。たとえ、会社の株主構成自体は変わらなくても、有能な経営者が登用されることによつて、経営ないし会社が一変し、企業資源が格段に良く有効活用されることになる場合もありうるわけである。そう考えれば、買収規整のあり方において、効率性の問題がどれ程の重要性を持つのか、改めて冷静に評価することも大事である。<sup>64)</sup>

他方で、企業買収の規整に関しては、とりわけ結合企業法の観点からすれば、支配株主と少数株主との利害調

整という問題が重要である。したがって、最終的にどのような制度を選択するかについては、効率性の観点だけでなく、利害調整ないし公正という局面からさらなる検討が必要であることは、言うまでもない<sup>(65)</sup>。加えて、買収規律においては、その規律の及ぶ範囲や手続き、さらには買収対象会社側の対抗措置など、その具体的な内容および検討すべき点は、多岐にわたる。しかし、制度のあり方に関する出発点の議論もまた、不可欠である。本稿の叙述は、後者に関しての、ひとつの素材たりうることを企図したものである。

(1) 本稿では、「効率性」という概念を用いる場合、基本的には、資源配分に関する効率性を意味する。より具体的にいうと、ある企業が経済社会のなかで、より有効なたちで経営された場合、その企業資源についての効率性が高まった、と考える。なお、ドイツにおける、「Gesamtwirtschaft」（全体経済）という観点からの評価が、それに該当すると考えられる。

(2) 本稿は、いわゆる上場会社における支配株主の交代の局面を、想定するものである。

(3) 以上、Easterbrook and Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 112-118 (1991). ただし、同書に収録された該当論文 (91 Yale L.J. 698) の初出は、一九八二年である。

(4) もっとも、少数株主は、支配株主の交代の後に、被買収会社における効率性が高められれば、それに応じて株価が上昇するという利益を得る。Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 119-120. なお、別の考え方として、支配株の譲渡人がいったん受け取ったプレミアムを、改めて少数株主に分配する、という規律もありうる（後掲注(9)の文献二二四頁参照）が、本稿では、検討外としておく。

(5) この場合においても、理論的には、プレミアム付きの対価でもって支配株の譲渡が先に行なわれ、その後少数株主に対してプレミアムの付されない対価での買付申込みが行なわれることを認めることも、考えられる。なお、vgl. Trautott/Schaefer, *Zulässigkeit von Paketzuschlägen — Rechtsvergleichende Untersuchung und praktische Konse-*

quenzen für die Auslegung des deutschen WpÜG, NZG 2004, 158 (beck-onlineより参照)。

(6) Easterbrook and Fischel, supra note 3, at 117-118.

(7) 同時に、買収対象会社の少数株主にとっても、買収後に会社の株価が上昇するから利益になるという状況が、基本的に想定されている。

(8) 後掲注(9)に記載したReulの論稿については、邦文献で紹介等するものを見い出せなかったが、既にそのような邦文献があるのであれば、一見想願いたい。

(9) Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 206 (1991); auch vgl. Reul, a. a. O., S. 154.

(10) 「企業資源がより有効に利用される」とは、その会社自体の経営が改善されることだけでなく、企業グループとしての活動ないし組織においてシナジー効果が発生する、という面もある。Reul, a. a. O., Fn. 9, S. 168. そして、非平等処遇規律によって買収を促進させて効率が高められるとする立場は、むしろ後者の方を重要視している、という指摘がある。Reul, a. a. O. さらには、買収後に、被買収会社の内部自体が改善されなくても、グループ内取引というかたちで、大口の取引先が得られれば、当該会社の業績ひいては株価は、おそらく上昇するであろう。

(11) See also Easterbrook and Fischel, supra note 3, at 115.

(12) Easterbrook and Fischel, supra note 3, at 112.

(13) この立場においては、買収の対価に付されるプレミアムは、買収者が買収後に得る略奪からの利益に起因するものである、と考えられる。なお、企業買収において、買収者がプレミアム付きの対価を支払う意味には、二つのものがあると考えられている。すなわち、買収後に買収者がそうした略奪によって得る利益の裏返し、および、買収後の企業結合によって得られる買収者の利益の裏返し、である。さらに後者は、シナジー効果による利益とグループ戦略上の利益とがある。以上、Vgl. Mai, Aktionärschutz und Minderheitenschutz bei der Abwehr unkoordinierter Über-

nahmen börsennotierter Aktiengesellschaften, S. 144ff. (2004). 鈴木一功「コントロール・プレミアムに関する考察」証券アナリストジャーナル二〇〇五年七月号六八頁以下。そこでいうグループ戦略上の利益とは、たとえば、グループ内で同業種を営む複数の会社間での棲み分けのないし個別化を行ない、グループ全体としての対外的競争力を強化することが想定されよう。しかし、この場合、それらの会社の事業活動が制限ないし調整されうる点で、略奪との区別が難しくなることがいわれている。Mat. a.a.O., S. 144. また、小松卓也「結合企業の競争規整にかかる問題点」神戸学院法学第三四巻第二号七九頁以下（二〇〇四）も参照。

(14) 以上、Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 133ff.

(15) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 134. 以下、略奪とは、被買収会社（従属会社）において、買収者（支配会社）がその支配力を用いて少数株主を犠牲にしつつ利益を得ることである。より具体的にいうと、第一に、従属会社の財産が売却ないし解体され、それによって支配会社が不正に利益を得ること、第二に、支配会社と従属会社との間で、事業活動上の取引、顧問契約あるいは融資契約などが、支配会社に有利な条件で行なわれること、第三に、従属会社の事業機会が当該グループ内の他の会社に奪い取られること、第四に、開示政策や利益配当を操作し、従属会社の株価を低く抑えることによって、支配会社に有利な条件で少数株主の締め出し合併を行なうこと、といったものが挙げられる。Reul, a.a.O., S. 138f. もこの点、後に若干触れるが、こうした略奪行為自体に対する法的な措置がありうることはいうまでもない。ただし、当該措置にかかるコストや実効性の程度が、さらに問題となる。

(16) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 137.

(17) 古典的な経済思想においても、自己利益のみに関心をもつ行動が常に想定されている、という訳ではない。たとえば、アダム・スミス・道徳感情論（上）二三頁以下（水田洋訳、二〇〇三）は、次のようにいう。「人間がどんなに利己的なものと想定されうるにしても、あきらまにかれの本性のなかには、いくつかの原理があつて、それらは、かれに他の人びとの運不運に関心をもちたせ、かれらの幸福を、それを見るとき、かれらにはなにも、かれはそれか

らひきださないのに、かれにとって必要なものとするのである。この種類に属するのは、哀れみまたは同情であつて、それはわれわれが他の人びとの悲惨を見たり、たいへんいきいきと心にえがかせられたりするときに、それにたいして感じる情動である。われわれがしばしば、他の人びとの悲しみから、悲しみをひきだすということは、それを証明するのになにも例をあげる必要がないほど、明白である。すなわち、この感情は、人間本性の他のすべての本源的情念と同様に、けつして有徳で人道的な人にかぎられておらず、ただそういう人びとは、おそらく、もつともするどい感受性をもつて、それを感じるであらう。最大の悪人、社会の諸法のもつとも無情な侵犯者でさえ、まったくそれをもたないことはなく」

(18) See Cox=Hazen, *Corporations*, 2nd Ed. 268-269 (2003).

(19) *Harris v. Carter*, Del. Ch. 582 A.2d 222 (1990). なお、アメリカにおける従来からの判例と学説を紹介した邦文献については、さしあたり、江頭憲治郎・結合企業法立法の解釈(三三三頁以下(一九九五)参照)。

(20) 以上、Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 130.

(21) 以上、Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 130-131. なお、少数株主に対する救済策として、たとえば買収以前の株価に対応した対価での株式買取請求権を認めるとすれば、略奪行為はさらに阻止されよう。See Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 139. もっとも、この議論は、会社資産自体が有効活用されることが、主眼にある。

ところで、一般的な人間の心理という観点からみた場合、何かを行なおうとする者に対して悉く疑いをかけるとすれば、不誠実な者にとつてはどうというのではないかもしれないが、その反面で、誠実な者の意欲が殺がれるかもしれないというマイナス面を伴うことにもなりうる。このことは、企業活動とりわけ企業買収という局面においても、そこでは相応程度の専門性や合理性が要求される世界であるとはいえ、ある程度当てはまりうることであらう。このような観点を、事後的な制裁的措置を主張する論者が、果たして念頭に置いているかどうかは明らかでないが、さしあたり、いわば買収者性善説という観点から、企業買収の制度を構築することにも、一定の意義があるといえる。

- (22) ここでは、あくまで、買収後に効率性を高めることを企図しつつ、プレミアムが付される場合を、前提としている。
- (23) 先述のように、非平等処遇規律においては、現在の支配株主は、プレミアムを独占できるゆえに、より高値で支配株を買収してくれる買収者を見出すインセンティブをもつ、と想定されている。しかし、まさにそうしたインセンティブは、裏目に出れば、支配株の売却を難しくさせるおそれがある、といえるかもしれない。
- (24) さらに、Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 120-123. によれば、当該論者が想定している買収対象会社ないし被買収会社の少数株主は、ポートフォリオ投資によってリスク分散を行なっている者である。なお、Easterbrook and Fischel が展開する会社法の基礎理論に関する比較的詳しい紹介として、西尾幸夫「契約の連鎖としての会社——『法と経済学』における一つの会社観——」立命館法学一九九三年五・六号一三九四頁以下参照。
- (25) これに関しては、小松・前掲注(13)一〇一頁参照。
- (26) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 233f.
- (27) Reul の主張する平等処遇規律においては、完全買収の結果に至ることが念頭に置かれている。
- (28) Vgl. auch Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 217.
- (29) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 217. 他方で、平等処遇規律の下でも、買収者の買収動機として略奪がある、という見方を出发点とすべきである、とする見解もある。なぜなら、平等処遇規律の下でも、買収対象会社の株主が全員買付申込に応じて完全買収という結果になるかどうかは、あくまで不確定であり、買収後も被買収会社において少数株主が残存する可能性があるからだとしよう。Mai, a.a.O. Fn. 13, S. 144.
- (30) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 214ff.
- (31) See also Easterbrook and Fischel, *supra* note 3, at 113. 経営戦略上のリスク分散という観点から、買収者が、部分的買収をするに止め、完全買収に要したであろう資金を別の事業ないし買収行為に回すことにも合理性がある、とい

われらに。Mai, a.a.O. Fn. 13, S. 129.

(32) Vgl. auch Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Auflage, S. 468 f. (1996).

(33) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 238.

(34) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 217 f. 238.

(35) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 249.

(36) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 221. なお、平等処遇規律の下で完全買収が実現されること自体に対する批判として、部分的買収の場合には、買収によって形成されたコンツェルンにおいて生じうるシナジー効果を、買収者である支配会社だけでなく、被買収会社の少数株主も享受できるという点で、全体経済上の利益がある、とする指摘もある。Mai, a.a.O. Fn. 13, S. 136 f. ただし、少数株主もシナジー効果を享受できることと、全体経済上の利益すなわち資源の効率的分配との関係が、十分明らかでない。

(37) ハッポの Reul の立論に注目し、それを支持するものとして、Mülbert, a.a.O. Fn. 32, S. 459 ff. がある。

(38) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 241 ff.

(39) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 236 f.: 242. もちろん、ハッポでは、企業買収の前後のいわば企業の静的な状態において、法が容認しているかあるいはその実効性を持ちえていないかはさておき、支配株主が自由ないし恣意的に行動することが可能な状況を、想定している。

(40) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 236 f., 242. 他方、平等処遇規律の下で止むを得ず会社から退出するということは、株式投資において長期保有することについての不確実性を高める結果になる、ということもべきであろう。Vgl. Mai, a.a.O. Fn. 13, S. 154. また、平等処遇規律によって買収行為自体が妨げられるので、買収による効率性の向上という面での期待が薄れる。Vgl. Mai, a.a.O. Fn. 13, S. 140. それらのことが、一般投資者の市場に対する信頼性という点で、マイナス要素なることも考えられる。

- (41) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 242.
- (42) Reul, a.a.O. Fn. 9, S. 242f.
- (43) Easterbrook and Fischel, supra note 3, at 119-124.
- (44) なお、株式市場が資源の最適配分の場としての機能性を高められるという点で、次のような指摘もみられる。すなわち、平等処遇規律の下では、買収者の行動として、非平等処遇規律の場合と比べて、投機的な思惑でなく企業者的な投資活動が促進されることから、資本市場における効率性が高まる。また、それによって、一般投資者についても、投機対象でなく投資対象として株式購入が選択されることが促進される、という。Mar. a.a.O. Fn. 13, S. 138.
- (45) 日本の証券取引法が定める按分比例処遇規律の理解として、内藤純一「新しい株式公開買付制度(上)」商事法務二一九号二頁以下(一九九〇)、河本一郎「大武泰南・証券取引法読本(第七版)一〇九頁(二〇〇五)。さらに、情報開示および投資者の平等扱いという観点を加味するものとして、神崎克郎「公開買付制度の適用範囲」現代企業と有価証券の法理(河本一郎先生古稀祝賀)一九三頁以下(一九九四)、森本滋「公開買付規制にかかる立法論的課題」商事法務一七三六号一〇頁(二〇〇五)。なお、支配株取引を市場の観点から触れるものとして、上村達男「証券取引法における『かたまり取引』現代企業法の理論(菅原菊志先生古稀記念論集)一五七頁以下(一九九八)がある。
- (46) 内間裕「株式公開買付制度の適用範囲に関する諸問題」商事法務一六四一号六五頁以下(二〇〇二)、服部暢達「株式公開買付付け制度における実務的問題」週聞東洋経済二〇〇四年四月一〇日号九八頁。
- (47) 黒沼悦郎「強制的公開買付制度の再検討」商事法務一六四一号五八頁(二〇〇二)。古山正明・企業買収と法制度九一頁(二〇〇五、初出は二〇〇四)。
- (48) 神崎克郎ほか「シンポジウム・企業買収」私法第五四号一三二頁(菅谷コメント)(一九九二)、内間裕「佐粧册子」日本におけるMBOの普及・活性化に向けて(上)」商事法務一五三七号二三頁以下(一九九九)、黒沼・前掲注

(47) 五六頁。

(49) 確かに、日本においては、実際に、按分比例処遇規律が障害となり、効率性を高める支配株取引が妨げられている、という指摘がなされている。内間・前掲注46六一頁。とはいえ、その具体的な要因は何か、あるいは、その裏で効率性を高める支配株取引も阻止されているという良い面はあるのか、などのさらなる分析が待たれる。

(50) 以下は、本稿におけるこれまでの叙述や各文献から示唆を得て、あるいは筆者自身の従来からの所見に基づいて、議論を試みたものである。なお、按分比例処遇規律を支持する著名な論稿として、Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 Harv. L. Rev. 505 (1965). がある。同論文は、効率性の問題に焦点を当てて論じられたものではなく、また多少古いものではあるが、按分比例処遇規律について論じた重要な先行業績であることから、本稿執筆にあたって、その内容を参照および精査することにした。同論文の比較的詳しい紹介として、前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(一)・完」法学論叢一一五巻六号五八頁以下(一九八四)、佐藤誠「支配株式譲渡と株式売却機会の均等ルール」法政研究六一巻一号一一六頁以下(一九九四)参照。ところで、按分比例処遇規律については、「支配株主へのコミットメントが確保できるなど、効率性の観点からも利点があると考えられる」という指摘がなされている。家田崇「支配株式の取得規制と敵対的企業買収への防衛策(一・完)」*NACB Journal of Economics and Information Science* (名古屋商科大学) 四九巻一号四一頁(二〇〇四)。しかし、その論旨は、筆者にとって、十分には明らかでない。

(51) Andrews, *supra* note 50, at 517-518.

(52) こうした見方に対しては、楽観的なものであるという批判もありえよう。しかし、楽観的な見方という点では、非平等処遇規律も同様であろう。文脈は異なるが、取引当事者が楽観的である(*optimistic*)ことの意義について、See Andrews, *supra* note 50, at 519.

(53) 黒沼・前掲注(47)五八頁。

(54) ところで、非平等処遇規律の下で、仮に、支配株取引に付されるプレミアムを譲渡人たる支配株主がひとり享受した場合でも、買収後に、当該プレミアム分以上に被買収会社の株価が上昇すれば、少数株主のほうがより多く利得する結果となる。そうした状況も考慮すれば、むしろ、買収対象会社の支配株主にとって、買収後も少数株主として当該会社の株式を保有し続けることは、リスク分散の意味をもつことにもなる。

(55) Andrews, *supra* note 50, at 517-518.

(56) 支配株主は、会社の株主構成自体を変えることなく、より有能な経営者を外部から招いて経営の改善を図る、という努力をする必要もあろう。See also Andrews, *supra* note 50, at 526. なお、利害調整という観点からは、従来から会社の経営が十分上手く行われていないのであれば、譲渡人である支配株主が、非平等処遇規律の下で、支配株取引にかかるプレミアムを独占するのは、承服しがたい、とみることもできよう。Andrews, *supra* note 50, at 516.

(57) See also Andrews, *supra* note 50, at 530. なお、企業買収が容易に行なわれうる制度の下では、経営者は、会社が買収されないように経営努力を行ない、あるいは会社の株価を上げるよう努力する、という効果があるといわれている。この議論に関しては、たとえば、古山・前掲注(47)一七〇頁以下(初出は一九九〇)参照。しかし、それは、本稿での支配株主の交代に関する規律とは、基本的に異なる局面のものである。

(58) コストの問題に関しては、さしあたり各々の文脈におけるコストの意味するところが問題であろう。また、法的な議論においてコストを論じる場合、たとえば、異なる主体間での利害調整という局面において、何らかの費用をいずれが負担するかという問題や、ある制度の運用に際して、無駄な支出をなくす方策は何かという問題の場合に、コストの存在が重要な考慮要因となるであろう。ところで、ある行為についてコストがかかるということが、その行為について財や人が投入されているという意味であるとすれば、そこにはある種の活性化や成熟化といったプラスの効果があると見ることもできる。また、良い成果を得るためには、相応の労力や犠牲を払う必要があるうし、さらには、そこに人間社会の豊かな営みの一端があるともいえよう。要するに、コストの意味するところにもよるが、資源配分

上の効率性を高めるといふ観点において、コストがかかるということが、全くのマイナス要素であるとはいえないようにも思われる。なお、家田崇「支配株式の取得方法」NUCB Journal of Economics and Information Science (名古屋商科大学) 四六巻一号三八頁(二〇〇一)は、支配株主の交代の局面で公開買付けを強制することは、「とりわけ、買収者が価格と買付株数を公表し買収の総額を提示することは、買収者の下での企業価値および買収者が得る私的価値を算出するに際して、有益な情報となるであろう」とする。

また、公開買付けを行なうことのコストを要するという点では、平等処遇規律も問題となる。これに関しては、結合企業法の体系的な把握が重要となってくる。まず、非平等処遇規律においては、既述のように、略奪的買収が行なわれるのを買収時に阻止することも問題となるが、買収後に被買収会社である従属会社の少数株主を保護するための措置も重要となってくる。他方、平等処遇規律においては、企業グループの形成時点で少数株主保護が施されていることを考慮して、買収後に企業グループ全体としての統一のない柔軟な経営が相応程度許容される、という立場をとれば、買収後に当該少数株主を保護するという措置に関しては、非平等処遇規律に比べてコスト的に高くつかないであろう。

(59) 服部・前掲注(46)九六頁以下。なお、河本Ⅱ大武・前掲注(45)一二七頁も参照。

(60) 黒沼・前掲注(47)五九頁以下。

(61) なお、服部・前掲注(46)九八頁は、譲渡側の支配株主がディスカウント価格で支配株を売却することは、当該支配株主(である会社)の「株主に対する説明責任から考えてできない」という。しかし、そうした売却をせざるを得ない理由に、経営上の問題があったのであれば、むしろ責任が正面から問題にされることも重要であろう。

(62) また、按分比例処遇規律においては、買収対象会社の支配株主は、買収後に、他の少数株主とともに、少数株主として残存するであろうから、その意味で、両者は投資にかかるリスクを共有する、捉えることもできる。Andrews,

supra note 50, at 532-533.

(63) こうした議論は、ある制度が効率性を高めるのに有利であるかどうかという観点から、基準として想定しうる行動ないし現象を検討する、というものである。その場合、そこでどのようなものを想定するのがより妥当かが、次に問題となる。しかし、どのような行動ないし現象を想定するのが最も妥当かは、おそらく国家や時代によって異なってくるとも考えられる。それはともかく、本稿では、何を想定するかというまさにその出発点そのものを、改めて考察したのであった。

(64) また、買収対象会社の株価が、企業価値を正しく反映しておらず、過小評価されていることに、買収の動機があるのであれば、買収が行なわれることと資源配分に関する効率性の向上とは、直接の因果関係をもたない、と指摘される。Mai: a a O. Fn. 13, S. 132.

(65) なお、株主間の利害調整あるいは少数株主の保護という問題と、制度の効率性に関する問題とは、さしあたり別個のものとして捉えることができる。しかし、たとえば、保護されるべき少数株主として、資源配分の効率性に基いて合理的に行動する者を想定するのであれば、前者の問題と後者の問題とが、いわば連動するものとして捉えることもできよう。これの関しては、証券取引法の目的についての学説上の議論が示唆的である。当該議論については、さしあたり、神崎克郎 || 志谷匡史 || 川口恭弘・証券取引法一頁以下(二〇〇六) 参照。

(追記) 校正段階において、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」〔阪大法学第五五巻第六号一五五―一頁以下(二〇〇六)〕に接した。