

2010 年度 学位論文の概要書

姜 永起

大買収時代における資本市場法制のあり方

—比較法的考察と韓国法制について—

目 次

第 1 章 序 論

第 1 節 研究の目的

第 2 節 研究の方向及び範囲

第 2 章 企業買収—従来の経緯と近時の動向

第 1 節 買収防衛策を要請する時代の到来

1. 最近の動き

2. 国際的な大規模企業買収の実例

(1) 日産自動車と佛ルノーの合併

①背景

②経緯

③結果

(2) 米国の GM による韓国の大宇自動車の買収

①背景

②経緯

③結果（関係者の反応）

（3）エクソン・モービルの誕生

①背景

②結果

（4）中国海洋石油（CNOOC）による米国のユノカル社の買収失敗

①米国の議会・行政の関与

②米国の議会・行政の関与の背景

③関係者の反応

④結果

（5）アルセロール・ミタルの誕生

①背景

②経緯

③関係者の反応

④結果

3. 国際的企業買収—その含意

第2節 日本における大買収時代の幕開け

1. 日本の企業を取り巻く環境の変化

2. 会社法現代化による新しい会社法制と M&A

3. 敵対的買収をめぐる市場環境の変化

(1) 世界的なクロスボーダー市場の概要

(2) 三角合併の解禁と市場の環境の変化

第3章 敵対的企業買収をめぐる最近の状況

第1節 日本型の買収防衛ルール不在の現状

第2節 公正な企業買収ルール不在の弊害

第3節 敵対的企業買収の最大の武器である TOB

1. 我々と身近になった TOB ルール

2. TOB ルールの見直しに影響を与えた最近の主な事例

(1) 村上ファンドによる阪神電気鉄道の株取得

(2) ドン・キホーテによるオリジン東秀の株取得

(3) 夢真ホールディングスによる日本技術開発の株取得

(4) ライブドアによるニッポン放送株の取得

3. 真正なる TOB ルールのあり方とは

第4章 買収防衛策をめぐる諸問題

第1節 買収防衛策の合理性を高める要件

1. 防衛策導入の際に確立すべき要件

2. 防衛策の消却条項の必要性

第2節 買収防衛指針における買収防衛の三原則

1. 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則

2. 事前開示・株主意思の原則

3. 必要性・相当性の原則

第3節 買収防衛策と開示の必要性

第5章 欧米諸国における敵対的買収に関するルール

第1節 EUにおける買収防衛策に関するルール

1. EUにおける企業買収防衛をめぐる最近の動向

2. EUにおける企業買収規制の特徴

3. 企業買収指令の位置づけ

(1) 一般原則

(2) 買収防衛策の制限条項

(3) 指令の施行

4. EUの経験からの教訓

第2節 英国における買収防衛策に関するルール

1. 英国における企業買収規制の特徴
2. 有事導入型の防衛策
 - (1) 買収対象会社の取締役会による反対意見の表明
 - (2) ホワイトナイトによる競合的な買付け
 - (3) リキャピタライゼーション (Recapitalization) : 資本の再構成
 - (4) 買収対象会社の経営陣による MBO
3. 平時導入型の防衛策
 - (1) 種類株式の発行
 - (2) 友好的な第三者に対する新株発行
 - (3) 防衛的な自己株式の取得
4. 英国の経験からの教訓

第3節 米国における買収防衛策に関するルール

1. 米国における企業買収規制の特徴
 - (1) 連邦による企業買収関連の規制
 - (2) 州による企業買収関連の規制
2. 買収防衛策をめぐる司法判断や市場からの評価の変遷の流れ
3. 米国におけるポイズンピルをめぐる新たな動き
4. 米国の経験からの教訓

第6章 韓国における敵対的買収に関するルール

第1節 韓国における企業買収関連制度の沿革および変遷

1. 韓国国内の M&A をめぐる動き

(1) 市場環境の変化

(2) 企業支配権をめぐる主な出来事

2. 企業買収関連法制の沿革および変遷

(1) 敵対的 M&A の活性化のための制度整備

(2) 支配権取得の代表的な手段の導入及び発展

3. 小括

第2節 敵対的買収をめぐる法制整備の現況

1. 韓国国内の上場法人の M&A に対する認識実態及び示唆点

2. 敵対的買収に関する法制整備の動向

3. 韓国における買収関連制度の位置づけ

(1) 基本的な買収関連制度の位置づけ

(2) 買収防衛制度の位置づけ

(3) 外国資本関連制度の位置づけ

(4) 買収関連制度の補完課題

第3節 敵対的買収に対する防衛策をめぐる近時の論議

1. ポイズンピル
2. 複数議決権制度
3. 第三者割当増資
4. 強制的公開買付制度
5. 自己株式の取得・処分

第4節 制度整備をめぐる課題

第7章 日本における敵対的買収をめぐる制度整備の動き

第1節 買収防衛策に関する法理論

1. 敵対的買収と買収関連の制度整備の現状
2. 敵対的買収に対する防衛策の要否
 - (1) 防衛策の不要説
 - (2) 防衛策の必要説
 - (3) 防衛策をめぐる議論の意義

第2節 買収防衛をめぐる主な制度の検討

1. ライツプラン（ポイズンピル）
2. 黄金株や複数議決権株式
3. 定款変更による防衛策

4. 究極の買収防衛策としての MBO・LBO

5. Going Private と敵対的買収

6. 防戦的自己株式取得を利用した防衛策

7. 株式持合いの復活の動き

8. 第三者割当増資

第3節 新しい会社関連法制と敵対的買収防衛策

1. 新会社法と敵対的買収防衛策

2. 金融商品取引法と企業買収

第4節 企業価値報告書の意義

第5節 買収防衛策に関する指針の評価

第8章 グローバル化時代に適した公正な買収防衛ルール確立に向けて

第1節 序説

第2節 企業価値基準に関する議論

1. 企業価値とは何か

2. 防衛策の濫用を防ぐ判断基準としての企業価値基準

3. 敵対的買収をめぐる初めての最高裁の判断

第3節 確立すべき公正な企業買収ルールとは何か

1. 合理的な買収防衛策の条件 ―防衛策の適法性
2. 日本型の公正なルールの確立の意義
3. 進化する株式会社と資本市場、そして法制度のあり方

第9章 おわりに

第1節 総括

第2節 世界共通の買収関連ルールの構築可能性に関して

1997年に起きた、いわゆる、アジア通貨危機以降、韓国では政府、企業、金融、会計、法律などの専門家たちを中心に、企業経営の効率化、企業価値の向上を掲げ、企業経営権市場の活性化を図るための検討作業が数次にかけて行われた。

しかし、事実上は企業支配権市場の活性化ではなく、むしろ企業支配権の防衛が強調されているような印象が強く感じられる時代を迎えている現状において、果たして資本市場と企業経営権市場における経営権の防衛が必要なのか、また、経営権防衛のために導入され得る手段に適正性ないし妥当性はあるのかなどに関して検討する必要があるのではなかろうか。

こうした疑問を解決するために検討・整理することにしたのが本論文のきっかけである。

最近再び、話題を呼んでいる企業買収をめぐる展開こそが、資本主義の本質的な問題をはじめ、会社制度ないし資本市場制度の実験台としての特徴を赤裸々に見せ付けてくれるものではなかろうか。そういう意味からすると、敵対的企業買収をめぐる状況の変化や法理論の展開、制度整備の現状などを中心に考察しながら資本市場制度のあり方を探る検討作業の必要が十分あるだろう。

企業買収法制を考える際に資本市場の角度からみるのは、会社法制は資本市場と一体であるべきという公開会社法の発想からすると極当たり前のことであるが、企業買収の領域が会社法であるという従来の発想からすると会社法の領域が以前より相当広がったとか、企業買収関連法制自体が会社法とは異なる広範な分野を形成しているなどと理解するかもしれない。とにかく、企業買収をめぐる関連法制の問題は複雑な仕組みをもっており、それについて検討することは簡単ではなかろうが、日本においても企業買収の時代が到来し、身近に感じられつつあるのは事実である。とりわけ敵対的企業買収に対する買収防衛策をめぐる法規制を整備する必要性は切実な問題であるため、欧米各国の法制度を比較法的に考察し、日本における近年の敵対的企業買収関連の事例を中心に検討しながら、買収防衛策をめぐる法制度のあるべき方向性を踏まえたうえで、今後の法制度の方向性、延いては真正なる資本市場法制のあり方について検討することにする。

実際に、近年になって買収ルールを整備と買収防衛策をめぐる話題がいつそう世間を騒がしている。経営権の防衛と関連しては、経営権の防衛手段を制度的に導入する正当性ないし必要性が果たして存在するのかをめぐり疑問の声が後を絶たない。

現実的に経営権の防衛手段の制度化ないし正当化の根拠が乏しい状況のなかで、ポイズンピルのような防衛手段を制度化することは健全な資本市場の発展に脅威となり得るといった意見が多いけれど、敵対的買収に対する防衛策をめぐ

る議論がブームを起こしているのが現状である。

果たして現在の資本市場において経営権の防衛が必要であると言い切れるのか、また、経営権防衛のための手段導入の効果はあるのかなども未だ疑問の余地があるが、とりわけ、多くの日本企業による買収防衛策の導入がかなり進むなど、近時の諸環境の変化を踏まえて考えた場合、経済的・社会的観点からみて望ましい買収防衛策とは何かなど、買収防衛策のあるべき姿を中心とした資本市場法制の在り方について原点を探るためのものが本論文の趣旨といえる。

もちろん、防衛策ありきの議論の現状について懸念する声もあるが、企業を取り巻く環境の変化が激しく企業買収に関する法的インフラが求められる時代において、ルール無き状態が続くのはより危険であり、防衛策をめぐる法制度の整備はまさに切実な問題といえよう。

現在のところ、敵対的買収に関する法制度は世界共通のルールが存在せず、各国における対応も区々である。たとえば、米国の場合、恰も西部劇のような状況であり、100万人程度の弁護士が存在し、買収側も防衛側も弁護士を介して行われ、無法地帯で武器を売れば売るほど紛争は頻発し、また武器商人は儲かるような状況が繰り返されたのである。悪く言えばこうして生まれたのが買収防衛をめぐる様々な戦術であったといえる。そもそも、米国には統一的なルールの連邦会社法が存在せず、会社は各州の会社法に基づき設立・運営され、連邦証券取引法には買収防衛策に関する規定がない。敵対的買収と関連しては、1980年代のいわゆる、第4期M&Aブームの際に、多くの企業が設立準拠法としているデラウェア州会社法に基づく様々な攻撃・防衛策が開発され、また次第に、司法判断が積み重ねられるにつれて適法となる防衛策の範囲が明確になり、機関投資家の監視のもとで合理的な防衛策の範囲も明らかになったといわれる。様々な防衛策は、数多くの訴訟でその適法性をめぐる争いを経て、経営陣の保身のためのものは次第に淘汰し、合理性の高いライツプランが標準的な防衛策として生き残った形となったという見方が多いが、実際に活用された例はほとんどないことに注目すべきである。米国における買収防衛法制はあくまでも州法が中心で、各企業による定款レベルにおける防衛策の採用、それらに対する裁判所の判断が密接に絡み合って形成されており、州法自体が買収防衛法となっている。すなわち、現在のところ、敵対的買収に対する防衛策をめぐる立法的対応の必要性を議論する際に、米国の現状についてその判例や実務的対応に関する議論にとどまり、ベースとなる各州会社法の現状については十分な議論がなされていないが、米国では、濫用的な敵対的買収による弊害を防ぐため、各州の州法レベルで様々な立法的対応が行われており、米国における敵対的買収をめぐる企業実務を理解するためには一部に限らず、各州における企業買収規制立法の全体像が分かった上で論ずるべきということ忘れてはなら

ない。

一方、欧州の場合、敵対的買収の脅威に対して、買収者の行為規制を中心とする買収ルールをもって対応している。買収者には全部買付義務が負われ下手に買収に取り掛かることは考えられないし、防衛側も複数議決権株式や黄金株などで対応できて、取締役の中立義務が強調される状況であるという認識が強い。しかるに、英国の場合、黄金株や複数議決権株などの種類株式を導入している企業は極少数であることから分かるように、消耗的な買収攻防戦を避けるために自主規制を通じて健全な市場環境を確保する方法が中心といえよう。これは、あたかも、治安がしっかりしていれば武器を持つ必要性はなく、武器を持ち歩くこと自体がむしろ違法となるという考え方といえる。

このように、敵対的買収に対する防衛策と関連して、米国の企業社会は州法のレベルで敵対的買収に対する防衛手段を講じられており、また、欧州各国においても何らかの形で防衛を可能とする方策が講じられていることからしても、敵対的買収に対する防衛策を講じること自体に対して市場の閉鎖性を高める恐れがあると言い切るのには説得力に乏しいと思われる。

日本では、2005年5月27日に、経済産業省および法務省の連名で「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」が公表されて以降、株主総会の決議を経てライツプランを導入する企業が相次ぎ、米国の導入比率までには至らないものの、500社を超えるようになった。こうした状況を踏まえたうえで、本来あるべき姿の合理的な買収防衛策とは何かなどについて整理する必要性があった。

しかるに、買収防衛策を講じることが経営陣の保身に繋がる可能性を否定できない側面もあるが、敵対的買収の存在には、経営陣に規律を与え企業価値の向上のために努力するよう圧力をかける効果もある。したがって、防衛策の導入自体をむやみに批判するより、企業価値の向上に貢献できる環境整備を行い、また、独立した社外取締役のチェック機能の確保などを通じて、客観性の担保された防衛策を導入した後に、企業価値の向上の観点からみて修正ないし見直しを可能とする仕組みを備えていく方法が望ましいだろう。

そのためには、買収防衛策に関する議論の背景や買収防衛策の在り方に関する整理が必要であり、ライツプランに代表される買収防衛策の導入がもたらし得る状況についても検討の余地がある。こうした状況などを念頭に置きながら、まず、第1章において、全体的な検討の趣旨、背景、目的、流れなどを告げた後に、第2章では、第1節において、企業再編の動きにつれて企業買収に対する防衛策が必要となる時代の到来という全体的な現状ないしその背景を整理する。そして、第2節では、これまで世界で行われた大型企業買収関連の事例のうち、教訓が得られるような幾つかの事例をまとめてみる。

第 3 章では、敵対的企業買収の最大の武器として使われている TOB ルールをめぐって、世間の注目を集めた一連の買収関連事例の簡単な検討を行った後に、TOB 制度のあり方について考えてみることにする。

第 4 章では、買収防衛策のめぐる諸問題という題目のもとで、買収防衛策を導入し発動する際に前提にすべき、防衛策の条件を述べた後に、いわゆる買収防衛の三原則といわれる企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、必要性・相当性の原則などについて、買収防衛指針にまとめられた内容を整理してから、そうした買収防衛策に関する開示の必要性ないしあり方について言及する。

第 5 章では、欧米諸国における敵対的買収に関するルールという題目のもとで、第 1 節においては、企業買収指令を中心とする EU における買収関連ルールの特徴を概観した後に、EU の経験から得られるべきものに関して考える。第 2 節では、EU の企業買収指令に多大な影響を与えた英国における企業買収規制の特徴であるパネルによる規制およびシティコードの規定を中心とする有事導入型または平時導入型の買収防衛ルールを概観した後に、英国のルールが示唆するところを考えてみる。第 3 節では、現在のところ、日本で行われている買収関連ルールの整備の動きの実際のモデルとして検討されている米国における企業買収規制の特徴およびそのルールが示唆するところを考える。

第 6 章では、日本とほとんど変わらない時期から企業買収関連ルールの徹底した整備の必要性が議論を呼んだものの、検討作業のなかで様々な国内事情による反対意見などが表面化されたため、企業買収関連ルールの整備において未だに立法的な解決が終着までは程遠いと印象付けた韓国における買収関連ルールに関して言及する。第 1 節では、韓国における企業買収関連制度の沿革および変遷について概観した後に、第 2 節では、韓国国内の上場法人の M&A に対する認識実態及び示唆点、韓国で行われた敵対的買収関連の制度整備の動向、韓国における買収関連制度の位置づけを、第 3 節では、買収関連ルールの整備をめぐり近時の議論のなかで検討されている主な制度に関して概観した後に、第 4 節では、今後の展望ないし買収関連ルールの整備における課題について考える。

第 1 節の部分は、「韓国における企業買収制度」（早稲田大学大学院法研論集 130 号、2009 年）の題名で公表した内容であり、第 2 節の韓国における買収関連制度の位置づけおよび第 3 節の近時の議論、第 4 節の今後の課題などの部分は「韓国における企業買収—近時の議論をめぐって」（早稲田大学大学院法研論集 132 号、2009 年）の題名で公表した内容である。また、買収関連制度のなかで最も大事とされる強制的公開買付制度については、本論文には第 3 節のなかの部分的な項目になっているが、「韓国における強制的公開買付制度をめぐり議

論について「各国の強制的公開買付制度との比較法的考察」（早稲田大学大学院法研論集 131 号、2009 年）の題名で公表してある。

第 7 章では、日本における敵対的買収をめぐる制度整備の動きを概観するが、まず、第 1 節では、買収防衛策の必要性をめぐる議論について考えた後に、第 2 節では、敵対的買収に備えた防衛策として検討されたライツプランや黄金株などをはじめとする主な制度について大雑把に検討する。第 3 節では、新しくなった会社法および金融商品取引法の改正などの法制の変化と買収関連ルールへの影響について考えてみる。第 4 節では、企業価値研究会がまとめた企業価値報告書の意義に関して、如何に評価すべきかを、第 5 節では、いわゆる買収防衛策に関する指針といわれるものに対する評価について考える。

第 8 章では、グローバル時代における公正な買収関連ルールとは如何なるものであるべきかを考えてみるが、まず、世間の関心を集めた一連の騒動の中で、もっとも注目された企業価値という言葉の定義の問題、そして企業価値基準とはいったい何かという問題、敵対的買収をめぐる初めて下された最高裁の判断の意義を考えたいうえで、進化する株式会社と資本市場に対応した法制度は如何なるものであるべきかを概観する。

第 9 章では、各国の買収関連の法的インフラの比較分析からみえてくる買収防衛ルールのあり方及びその根底にあるべきものに関して考えながら、多少の発想の転換を通じて暫定的な論理の構成を試みる。それから、異なる歴史的・政治的・文化的背景のなかで様々な経緯を経て発展してきた各国の株式会社制度や資本市場がグローバル化の時代を迎い、同じ土俵の上で競争または協力しなければならぬ現実のなかで、米国の企業買収ルールがグローバルスタンダードではないことは明白であるものの、果たして共通的に適用される買収関連ルールの柱となれるものは存在するのか、仮に存在するとすれば如何なるものが検討されるべきかについて考えてみる。

本論文の中心にある考え方は、現実の世界で行われている企業買収の局面で、あたかも、カネの力以外に大事なものはないかのように展開される状況に対する懸念である。すなわち、企業買収関連の事例から得られるものは、カネの力がすべてを決めかねない状況に直面していることと、それを裏付けるファイナンスの論理が何よりも正当化されつつあるという現実には他ならない。株主利益の最大化および企業価値の向上の旗幟のもとで行われる企業買収の局面において、単なるファイナンスの論理を超えるくらいの堅固たる理論構成なくしては、時価総額の格差を利用した企業買収の危機状況が現実化されるまでに、さほど時間を必要としなければ、買収に対する対抗策の発動を正当化できる根拠に乏しいことはいうまでもない。すなわち、国内外を問わず、ファイナンスの世界

ではカネの力がすべてを左右するがゆえに、企業買収の局面で最後に軍配があがるのは力の強い側であり、結局ファイナンスの論理だけではカネの力に負けることは必然ともいえる。したがって、違う方向からの見方から新しい論理を構成すると同時に、それを堅固たるものにしなければ次元の低いファイナンスの論理に負けてしまい、守らざるを得ないものすべてを失うことにつながり得ることを自覚しなければならない。

例えば、株主価値を中心に企業価値を考えることは論理的に分かりやすく、買収防衛策の正当性の確保においても多数の株主からの賛成の意思表示を得ることを通じて解決する方法は比較的明快に思われるが、企業の存続基盤となっている社会から支持され、かつ発展されてきた企業の存在価値がそう簡単な数字で把握できるとは思わない。仮に、複雑で計算できないところが小さい部分と思われても、そうしたところがむしろ大事な存在意義を表すかもしれないことを考えれば、より慎重に議論すべきであろう。

要するに、ファイナンス理論が言う株主価値ないし企業価値の内容では論理的に正当性があるかのようにみえるが、それを克服しなければならず、真の企業価値の概念に基づき議論する必要がある。ここで企業買収関連の制度整備におけるルールのある方に関する議論の必要性が出て来る。

日本における企業買収ルールを一言でいうと、日本には体系的な企業買収法制が未だに整備されていないために弁護士事務所が作った防衛策に頼らざるを得ない状況といえる。整備されたルールがないため、裁判所もこうした弁護士事務所の防衛策を判断基礎にするしかない状況なのに、そうした状況自体を異様と見ようとする発想自体があまり見受けられないことがもっとおかしい。連邦会社法を持たない米国は州会社法で自州の企業を防衛するという買収防衛法制を備えたうえで、資本市場の論理が働いている。現時点における日本の防衛策は米国のライツプランに倣ったものであるが、米国でこうした防衛策が発動されたことがほとんどないことを認識する必要がある。一方、英国はシティコードというルールが整備され、買収の局面における様々な行動原理が明白に示されたうえで、ルールの制定・運用機関であるパネルが社会の厚い信頼の下で活躍している。これに比べ、日本は不十分な法整備のまま、一時凌ぎの対抗策のような安易な態度を取っているようであるが、近時は公開買付制度の整備などで防衛策の切実さが半減されているとはいえ、根本的な買収法制の整備は必ずやり遂げなければならない問題であろう。

しかるに、企業買収関連の制度を中心に資本市場法制に関する議論が欧米制度を参考にするとしながらも、実際に行われている論議の多くが米国流一色ともいえるほど米国の制度に偏り過ぎた形で行われている点は極めて残念に思うが、論議の入り口によろやく付いたことから思うと仕方なかったかもしれない

という感じもする。幸いなことに、最近になって強制的公開買付をはじめ、企業買収ルールのある方についての議論に注目すべき動きがあり、米国型の制度整備に向かった議論一色とも言える偏った傾向がその方向性を変えているように思われる。その象徴的なものが英国 M&A 制度研究会の設置であり、今まで議論の流れが一気に英国型に傾斜しつつある状況であることが分かる。

英国 M&A 制度研究会は、専門家による、市場に密着した迅速かつ柔軟な企業買収規制を行っている英国の制度の最大の特徴である **Takeover Code** および **Takeover Panel** を主たる研究対象にしており、英国の制度の示唆するところを参考に、「日本版 **Takeover Code**」や「日本版 **Takeover Panel**」の導入に向かった検討作業が本格的に始まったといえよう。英国 M&A 制度研究会は証券業界関係者、法学者などの金融市場の専門家を構成員とし、金融庁、経済産業省等の参加を得て、2008年8月下旬に日本証券経済研究所に立ち上げられたものである。同研究会は計5回にわたる会合に加え、ロンドンに主要構成員を派遣し、パネルの全面的協力をはじめ、法律事務所、金融機関、学識経験者などの協力を得て、英国の M&A 法制の実態研究に取り組み、2009年6月30日にその研究成果を取りまとめた報告書を公表したのである。

もう一つ、指摘することがある。企業買収法制の議論が本質に近づけず錯綜する原因の一つが企業買収法制に関する認識にあるのではないかとこのところである。企業買収の問題はそもそも、資本市場の問題であり、市場法的な観点から論ずるのが自然であると思うが、現在の日本における企業買収ルールの議論には会社法から把握する考え方が多いようである。しかるに、会社法的角度からの発想からするとドメスティックなレベルにとどまるしかなく、議論の限界が現われやすいと思う。会社法はドメスティックなもので存在意義ありと思うが、市場を介した問題では市場法的な発想が問題の解決にいつそう役立つだろう。したがって、企業買収法制を考える際には、資本市場の独自の存在意義を認めたいうえで、資本市場の角度から問題を把握する必要があると思う。すなわち、会社法制は資本市場と一体であるべきという公開会社法の発想をもって議論するなど、発想の転換が必要ではなかろうか。会社法が守ろうとするものと、市場法が守るべきものが必ずしも一致するとは限らない。お互いの領域には共通点があれば、相違点もある。それを認めたいうえで、議論すべきではなかろうか。つまり、会社法的な発想から市場的な発想に角度を変えて物事を考えれば、新しい道が開かれ、より問題の本質に近づくことができるかもしれない。

一方、資本市場法制について概略的にいえば、そもそも現代資本主義にとって心臓部にあたる資本市場法制、そのうち、心臓にあたるといっても良いものが、会社制度であり、血液に該当するものが資本ないし資金の調達である。血

液のような資金を市場まで循環させるメカニズムを持っている資本市場法制が適切に機能してからこそ、資本市場が円滑に働く。実際に資本主義の象徴ともいえる会社は成長や変化を重ねて、新しい形態をもって社会を変革する一方、社会も会社を変革していったといえるだろう。特に、現代の企業は社会的な影響力が極めて大きいことから、不具合や不祥事などが起きた場合、社会に多大な影響を与えてしまう恐れがあり得るので、企業を取り巻く制度のあり方は非常に重要性を持っているといえる。

もちろん、名称は同じく資本主義・会社制度であっても、幾つかの種類に分類され、各々の社会において歴史的・社会的制約に合わせた自由な制度設計により、固有の条件に適したものとして制度化され発展されてきた。このように、様々な変形物としての制度ができた理由はそれぞれの社会における守るべきものが区々存在していたからであろう。当該社会の守るべきものが異なるのに画一的なものができるわけがない。それが資本市場はグローバル化により一つになって行っても、各国のルールはドメスティックなものにとどまっている原因でもあると思う。そもそも、市場がグローバルならルールもグローバルでいなければならないだろう。市場はグローバル化する一方なのに、ルールはグローバル化していない現状は各国が資本市場において最も自分に都合のよいルールを確立するための競争を繰り広げた結果ともいえよう。もちろん、必要とされるルールの整備を怠ると、資本市場の無法地帯が増え、金融危機のような辛い思いをもたらす得る。では、こうした問題の解決策は何か。それは資本市場における効果的なルール整備によってバランスを取り戻すことであるが、監視・規制のメカニズムの下で、すべての人に対する公正なる情報開示とともに、効果的な国際的なガバナンスが機能すれば実現できるだろう。

このように、国や地域社会によって、制度の中身が異なることはしばしばのことであるため、国を超えたグローバル資本市場の成立に伴い、各々の国の制度がある程度の共通基盤をもつようになり、グローバル資本市場における枠組みや国際的なルール作りを図る際においても、各社会ないし各国において発達してきた制度の相違を調整しなければならないという壁にぶつかるようになるだろう。こうした状況を鑑みて、国際的な共通ルール作りの作業が簡単ではないことが良く感じられるだけ、慎重にアプローチする必要がある。

文化の多様性を尊重するには、起こり得る互いの摩擦を極小化しながら、調整を図っていくなかで、それぞれの共同体の存続と発展が伴うだろうから、特定の制度などを一気に持ち込むことには少なからずのトラブルが起こる可能性がある。したがって、常に慎重な検討や検証を踏まえた制度の導入という姿勢を堅持しなければならない。早かれ遅かれ異なる制度の接触による副作用が、いずれ現れるにしても、徹底した検証作業を踏まえた以上、副作用の極小化は

もちろん、自分の国に適合した制度としての改良および定着に繋がる道になることを忘れてはいけない。

一方、国際的な共通ルール作りの作業を進めるに際しては、老舗大国の日本が先頭に立ち、その底力を活用すれば、欧米の歴史や経験からなる知恵を参考にしたうえで、欧米流の個人主義的で資本主義的な展開の行き過ぎのような過ちを起こさず、いっそう優れた形のルール作りが可能になるのではなかろうか。

欧米では株式会社制度が実際の運営過程のなかでバブルの形成やその反動としての大恐慌などの歴史的経験を踏まえながら発展してきた。しかし、日本の比較法学の実績からして株式会社が資本市場のなかで運営される際に起こり得ることの危険や怖さに関する経験不足を、理論や知恵で補うことによって、欧米の経験の蓄積を理論的に整理した形で展開できるはずである。すなわち、欧米以上に整理された理論モデルの構築はもとより、ひいては、欧米に対してもいっそう発展したモデルを提示できる潜在的能力は老舗大国の日本に既に備えられていると思われる。良い例えとして取り上げられるのが、近頃話題となっている公開会社法の構想である。そもそも欧米では株式会社といえば公開会社であるから公開会社法の構想を意図的に訴える必要がないが、日本は会社法制と資本市場法制の両面で米国流の最大自由を受け入れながらも最大規律は受け入れず、欧州的な伝統的規範意識なども有しないことで、欧米以上に理論的に整理されたモデルを構築することで、経験不足を克服する必要があるというのが公開会社法の構想である。これには、単なる日本国内における法制度の整備の水準にとどまらず、比較法的視点と学問尊重の精神に満ちている日本こそが理論や知恵で補うことを通じて本来は模範的モデルとしてきたはずの欧米の逸脱を指摘しながら、彼らの蓄積された経験を理論的に整理したモデルとしての意義を主張できるのではないかという高い志がある。もし、こうした志が実現できれば事実上の世界共通ルールとしての公開会社法制になるのではなかろうか。

また、環境の変化により進化する、生き物である制度の性質からしても、制度の完成などはないことかもしれないが、果てしなく続く努力がもたらす制度の充実が吐き出す力はものすごい威力を発揮できるはずである。それを信じて、ひたすら充実したルールの確立に向かって歩けば、真の姿のルールの構築に至る道が開かれるとともに、他の国々に信頼されることにつながり、その結果、他の国々の制度に対するよい模範をもって発信できるようになるだろう。

＊ 参 考 文 献 ＊

1. 日本の文献

(1) 書籍

- 徳本 穰『敵対的企業買収の法理論』（九州大学出版会、2000年）
- 西村総合法律事務所 編『M&A 法大全』（商事法務研究会、2001年）
- 上村達男『会社法改革—公開株式会社法の構想』（岩波書店、2002年）
- 豊泉貫太郎 編『改正会社法の基本問題』（商事法務、2003年）
- 中條秀治『株式会社新論—コーポレート・ガバナンス序説—』（文眞堂、2005年）
- Dorman L. Commons『Tender Offer/企業買収の8日間戦争』落合 稔・田畑正英 訳、（日本能率協会、1990年）
- 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』（税務経理協会、2005年）
- 藤田 勉『新会社法で変わる敵対的買収』（東洋経済新報社、2005年）
- 渡邊 顯・辺見紀男『敵対的買収と企業防衛』（日本経済新聞社、2005年）
- 新谷 勝『敵対的買収防衛策と訴訟リスク』（中央経済社、2006年）
- 瀬谷和正『買収現場から見たファンド・ビジネス』（光文社、2006年）
- 野間 健『会社買収時代のサバイバル』（光文社、2007年）
- 大塚章男『会社法改革で変わる M&A 防衛法』（中央経済社、2004年）
- 村上 勝・北村元哉『MBO 入門』（東洋経済新報社、2000年）
- 新井富雄『検証 日本の敵対的買収』（日本経済新聞出版社、2007年）
- 岡 伸浩『図解 三角合併&敵対的買収防衛策 早分仮』（中経出版、2007年）
- 矢崎淳司『敵対的買収防衛策をめぐる法規制』（多賀出版、2007年）
- 上村達男『株式会社はどこへ行くのか』（日本経済新聞出版社、2007年）
- 池上 彰『あなたの会社は狙われている—ライブドア騒動が教えてくれるもの』（講談社、2005年）
- 上村達男・神田秀樹・犬飼重仁 編『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（東洋経済新報社、2007年）
- 近藤光男・志谷匡史 編『新・アメリカ商事判例研究』（商事法務、2007年）
- 藤原総一郎 編著『M&A 活用と防衛戦略』（東洋経済新報社、2005年）
- 大井幸子『ウォール街から日本経済見通し—ホリエモン以後の読み方』（ア・うん、2005年）
- 太田 洋・中山龍太郎 編『敵対的 M&A 対応の最先端』（商事法務、2005年）

菊地正俊『TOB・会社分割による M&A 戦略』（東洋経済新報社、2000 年）
John Micklethwait・Adrian Wooldridge『The Company／株式会社』鈴木泰雄
訳、日置弘一郎・高尾義明 監訳、（ランダムハウス講談社、2006 年）
黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第 3 版）』（日本経済新聞社、2009 年）
江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、2006 年）
神田秀樹『会社法入門』（岩波書店、2006 年）
長谷川俊明『買収防衛と M&A 判例集』（レクシスネクシス・ジャパン、2007
年）
神田秀樹・武井一浩『新しい株式制度』（有斐閣、2002 年）
藤田 勉・東條愛子『三角合併と TOB のすべて』（金融財政事情研究会、2007
年）
山本晴敏『買収防衛策—最新の動向と導入の実務』（商事法務、2007 年）
三宅伸吾『市場と法—いま何が起きているのか』（日経 BP 社、2007 年）
森田章『上場会社法入門』（有斐閣、2008 年）
ジャック・アタリ『金融危機後の世界』林昌宏訳（作品社、2009 年）
伊藤靖史・大杉謙一・田中 亘・松井秀征『会社法』（有斐閣、2010 年）

（2）雑誌論文

上村達男「公開会社の法理とマーケット」（石山卓磨・上村達男編『公開会社と
閉鎖会社の法理』商事法務研究会、1992 年）
上村達男・若杉敬明「株式会社のあり方をめぐってⅠ」月刊取締役の法務 2002
年 9 月号 No. 102
上村達男・若杉敬明「株式会社のあり方をめぐってⅡ」月刊取締役の法務 2002
年 10 月号 No. 103
森淳二郎「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」（『(酒巻俊雄先生還暦記
念) 公開会社と閉鎖会社の法理』631 頁以下）（商事法務研究会、1992 年）
川島いづみ「種類株式の多様化と企業買収防衛策—アメリカにおける実務と判
例法の状況」（『(酒巻俊雄先生古稀記念) 21 世紀の企業法制』245 頁以下）、（商
事法務、2003 年）
上村達男ほか「アイゼンバーグ教授に聞く—アメリカ企業法制と市民社会」34
-61 頁（季刊企業と法創造、通巻第 3 号）（早稲田大学 21 世紀 COE 《企業法制
と法創造》総合研究所、2004 年 11 月）
石綿 学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討（上）—事前予防のための信
託型ライセンス・プラン」（商事法務 No. 1716、2004 年）
石綿 学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討（中）—事前予防のための信
託型ライセンス・プラン」（商事法務 No. 1717、2004 年）

石綿 学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討（下）－事前予防のための信託型ライセンス・プラン」（商事法務 No. 1721、2005 年）

大杉謙一「企業買収防衛策のあり方－ライセンス・プランの長所と短所」（商事法務 No. 1723、2005 年）

神田秀樹「M&A 法制の国際比較とわが国の会社法」（商事法務 No. 1731、2005 年）

三笥 裕「外資による日本企業の買収と対応策」（商事法務 No. 1731、2005 年）

武井一浩「企業価値研究会における買収防衛策の法的インフラ整備」（商事法務 No. 1731、2005 年）

大杉謙一「ニッポン放送の新株予約権発行をめぐる法的諸問題」（金融法務事情 No. 1733、2005 年）

高村隆司「ToSTNeT 取引と公開買付」（金融法務事情 No. 1733、2005 年）

末岡晶子「EU 企業買収指令における敵対的買収防衛策の位置づけと TOB 規制」（商事法務 No. 1733、2005 年）

日下部聡「企業社会における公正なルール形成を目指して－企業価値報告書と指針策定の問題意識」（商事法務 No. 1734、2005 年）

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」（商事法務 No. 1735、2005 年）

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（中）－買収防衛策の法的インフラ整備」（商事法務 No. 1736、2005 年）

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（下）－買収防衛策の法的インフラ整備」（商事法務 No. 1737、2005 年）

石綿 学・小林卓泰・青山大樹・内田修平「日本型ライセンス・プランの新展開（上）－買収防衛策をめぐる実務の最新動向」（商事法務 No. 1738、2005 年）

石綿 学・小林卓泰・青山大樹・内田修平「日本型ライセンス・プランの新展開（下）－買収防衛策をめぐる実務の最新動向」（商事法務 No. 1739、2005 年）

三笥 裕・玉井裕子「六月総会会社における企業買収防衛策の導入とそのあり方」（商事法務 No. 1737、2005 年）

藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討（上）」（商事法務 No. 1745、2005 年）

藤田友敬「ニッポン放送新株予約権発行差止事件の検討（下）」（商事法務 No. 1746、2005 年）

堀 裕・高木いづみ「信託型ライセンスプランの実例分析と総括的検討」（金融法務事情 No. 1754、2005 年）

葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」（商事法務 No. 1742、2005 年）

武井一浩・中山龍太郎・高木弘明・石田多恵子「条件決議型ワクチン・プランの設計書（上）」（商事法務 No. 1739、2005 年）

武井一浩・中山龍太郎・高木弘明・石田多恵子「条件決議型ワクチン・プランの設計書（中）」（商事法務 No. 1743、2005 年）

武井一浩・中山龍太郎・高木弘明・石田多恵子「条件決議型ワクチン・プランの設計書（下）」（商事法務 No. 1745、2005 年）

関根 武「ライツプランの類型化における検討過程と課税上の取扱い」（商事法務 No. 1746、2005 年）

太田 洋・今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況（上）」（商事法務 No. 1722、2005 年）

太田 洋・今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況（下）」（商事法務 No. 1723、2005 年）

森田 果「ファイナンスから見た企業買収」（商事法務 No. 1728、2005 年）

竹平征吾「希釈化型ポイズン・ピルの適法性—司法の役割とその限界」（商事法務 No. 1729、2005 年）

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」（別冊商事法務 No. 289、2005 年）

岩原紳作「新会社法の意義と問題点」（商事法務 No. 1775、2006 年）

大崎貞和「変化する資本市場法制と証券ビジネスのゆくえ」（月刊資本市場 2006 年 2 月号 No. 246）

下村昌作「買収防衛策の導入に係る上場制度の整備について」（月刊資本市場 2006 年 3 月号、No. 247）

佐賀卓雄「ライブドア問題と個人投資家」（月刊資本市場 2006 年 5 月号、No. 249）

神田秀樹「金融商品取引法（投資サービス法）について」（月刊資本市場 2006 年 5 月号、No. 249）

胥 鵬「敵対的買収と企業価値」（月刊資本市場 2006 年 7 月号、No. 251）

星 明男「米国におけるポイズンピルをめぐる新たな動き—デラウェア州衡平裁判所の *Bebchuk v. CA, Inc.* 判決」（商事法務 No. 1782、2006 年）

徳本 穰「買収防衛策に関する企業社会の動向と監査役—企業価値報告書 2006 の解説を中心として」（監査役 No. 515、2006 年）

吉原和志「改正証券取引法と敵対的企業買収」（企業会計 Vol. 58、No. 10、2006 年）

吉川 満・金本悠希「平成 18 年株主総会シーズンまでに導入されたポイズンピルの動向」（企業会計 Vol. 58、No. 10、2006 年）

香田温子「買収防衛策再考—来年に向けて検討すべきポイント」（企業会計 Vol.

58、No. 10、2006年)

荒井紀充・田中信隆「買収防衛策と訴訟リスク」(企業会計 Vol. 58、No. 10、2006年)

メルビン・A・アイゼンバーグ「コーポレート・ガバナンス、ソフト・ロー、証券取引所規則」(商事法務 No. 1783、2006年)

クラウド・J・ホプト「ドイツ・コーポレート・ガバナンス基準—ボードの義務、情報開示、実施」(商事法務 No. 1785、2006年)

森田 章「公開企業の取締役会権限の優越性—敵対的企業買収の防衛策を中心として」(商事法務 No. 1785、2006年)

荒木雅也「近年における欧州の会社法制度の変容」(月刊資本市場 2006年10月号、No. 254)

大阪弁護士会 渉外実務研究会「渉外実務の手引き—国際的M&Aの法務入門」(国際商事法務 Vol. 34、No. 8、2006年)

平野正弥「英国新会社法案研究シリーズ—事例研究：日本企業による英国でのTOBについて」(国際商事法務 Vol. 34、No. 34、2006年)

小林一郎「M&A(売却)狙いの創業という新たなるスタイル」(企業会計 Vol. 59、No. 2、2007年)

末村 篤「迷走する買収防衛論が意味するもの」(企業会計 Vol. 59、No. 2、2007年)

小林一郎「敵対的買収と選択と集中」(企業会計 Vol. 59、No. 3、2007年)

藤本 周・茂木美樹・佐々木真吾・谷野耕司「敵対的買収防衛策の導入状況—二〇〇七年六月総会を踏まえて」(商事法務 No. 1809、2007年)

泉田栄一「ドイツにおける公開買付指令の実施」(国際商事法務 Vol. 35、No. 8、2007年)

田中 亘「ブルドックソース事件の法的検討(上)」(商事法務 No. 1809、2007年)

田中 亘「ブルドックソース事件の法的検討(下)」(商事法務 No. 1810、2007年)

大杉謙一「ライブドア事件判決の検討(上)—東京地裁平一九・四・一八判決」(商事法務 No. 1810、2007年)

長谷川克之「拡大する世界のクロスボーダーM&A市場」(国際金融 1173号、2007年)

中東正文「M&Aを巡る最近の動向—対価柔軟化を前にして」(監査役 No. 524、2007年)

西本 強「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点」(商事法務 No. 1796、2007年)

近藤 浩・小林真一「非公開化型 MBO における法務・税務の論点」(事業再生と債権管理 No. 117、2007 年)

梅本建紀「M&A をめぐる最近の諸論点」(事業再生と債権管理 No. 117、2007 年)

梅村秀和「企業価値をめぐる最近の諸問題—M&A における評価の注意点」(事業再生と債権管理 No. 117、2007 年)

関口智弘「TOB の最新実務—公開買付価格をめぐる問題を中心に」(事業再生と債権管理 No. 117、2007 年)

高原達広「経営陣主導での上場会社の非公開化における取締役の行動規範」(商事法務 No. 1805、2007 年)

中山龍太郎「外国会社による三角合併利用に係る実務上の課題」(商事法務 No. 1802、2007 年)

弥永真生「企業買収と証券取引法(金融商品取引法) 十八条・十九条」(商事法務 No. 1804、2007 年)

内田和人「投資ファンドの M&A に急ブレーキ」(エコノミスト、2007 年 12 月 4 日、38 頁以下)

藤田 勉「世界の M&A と三角合併解禁の影響」(月刊資本市場 2007 年 6 月号、No. 262)

中東正文「ブルドックソース事件を巡る法的戦略と司法審査」(企業会計、Vol. 59、No. 11、2007 年)

藤縄憲一「検証・日本の企業買収ルール—ライツプラン型防衛策の導入は正しかったか」(商事法務 No. 1818、2007 年)

上村達男「公開会社法への構想—公開会社法要綱案について」(上村達男・神田秀樹・犬飼重仁 編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』東洋経済新報社、2007 年)

奈良輝久「買収防衛規範の最前線」(判例タイムズ No. 1279、2008 年)

田中明夫「経済産業省「新たな自社株式保有スキーム検討会」報告書の概要—日本版 ESOP の導入に向けて」(商事法務 No. 1852、2008 年)

上村達男「公開会社法とは何か—資本市場と一体の改革法制」(月刊資本市場 No. 274、2008 年)

上村達男「公開会社法要綱案とは何か」(季刊『企業と法創造』第 4 巻第 3 号、2008 年)

上村達男「日本に公開会社法がなぜ必要なのか」(上村達男編『企業法制の現状と課題』日本評論社、2009 年)

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』日本評論社、2009 年)

大杉謙一「公開会社法についての一考察（上）」（金融・商事判例 No. 1321、2009年）
大杉謙一「公開会社法についての一考察（下）」（金融・商事判例 No. 1322、2009年）
鈴木謙輔「課徴金制度の見直し」（商事法務 No. 1855、2009年）
森田 果「わが国に経営判断原則は存在していたのか」（商事法務 No. 1858、2009年）
神田秀樹「上場会社法制のポイント」（商事法務 No. 1865、2009年）
松尾直彦「金融商品取引法の役割と課題」（商事法務 No. 1865、2009年）
渡辺宏之「TOBルールをめぐる欧州からの示唆」（金融・資本市場研究 No. 1、2010年）

2. その他の文献

（1）書籍

鄭東潤『会社法第七版』（法文社、2001年）
金正洙『現代証券法原論』（博英社、2002年）
李哲松『会社法講義第10版』（博英社、2003年）
林在淵『証券去来法』（博英社、2001年）
Chung YongSang『M&A 法上の諸問題』（釜山外国語大学出版部、2003年）
李基秀・柳珍熙『第7版経済法』（Sechang 出版社、2006年）
金和鎮・宋沃烈 編著『敵対的企業引受と経営権防御』（図書出版 小花、2008年）
金弘植『M&A 概論』（博英社、2009年）
宋鐘俊『敵対的 M&A の法理』（図書出版 KaeShin、2009年）

（2）雑誌論文

宋鐘俊「経営権紛争中の防衛権濫用の判断基準—現代エレベーター事件を中心に」（人権と正義 Vol. 351、2005年11月）
対外経済政策研究院「国境間 M&A の動向と韓国の課題」（World Economy Update、Vol. 7、No. 33、2007年7月25日）
金和鎮「M&A 法制の現況と課題」（Justice 通巻101号、2007年）
Kim TaeJin・Lee TonGun「The Legal Feasibility under Korean Law of United States Takeover Defenses」（The Korean Journal of Securities Law、Vol. 8、No. 2、2007）

宋鐘俊「M&A 法制の現況と補完課題」（韓国上場会社協議会、2005年11月）
全経連・企業政策 Team「英国の義務公開買付制度の研究」（全国経済人連合会、
2005年4月6日）

Kim DongWoo「外国の M&A 関連制度の現況と示唆点」（全国経済人連合会、
2005年4月）

金和鎮「企業経営権市場とヘッジファンド」（ソウル大学校法学第48巻第1号、
2007年3月）

Huh HangJin「A Legal Study on Golden Shares」（企業法研究第23巻第2号、
2009年6月）

Son YoungHoa「Hostility M&A and board of director's function」（企業法研究
第23巻第2号、2009年6月）