

〔論 説〕

市場買集めの効率性

湯 原 心 一

I 序論

本稿は、市場買集め（market sweep）の効率性を検討する。市場買集めに基づく強圧性が非効率的な結果をもたらすことが相当限定的であることを示す。学説では、市場買集めには強圧性があり、これに基づく敵対的買収防衛策が正当化されるという見解が有力であり、これは理論的な観点から支持できる（すなわち、そのような場合がありえる）。しかし、現在の学説は、理論上の可能性があるというだけで、市場買集めに対する敵対的買収防衛策を過度に正当化している。本稿は、どのような状況において、市場買集めに対する敵対的買収防衛策が効率性の観点から正当化されるのかを理論的に検討し、それが相当程度限定的であることを示す。

本稿の構成は、次の通りである。第2節では、企業買収法制分析の基礎を概観する。第3節では、先行研究を概観する。第4節では、市場買集めについて検討する。第5節は、東京機械製作所事件を第4節で検討した規範的分析に基づいて検討する。第6節は、結論である。

II 企業買収法制分析の基礎

本稿の議論の前提として、次の点を指摘しておく。

第1に、企業買収の法制度は、社会厚生（効率性）を増加（¹）を目的としている。実際に、社会厚生を最大化を検討することは難しいため、企業買収法制が関係当事者の厚生にどのような変化を与えるのかを検討するこ

となる⁽²⁾。本稿の検討対象は、主に、対象会社の株主と買収者である。企業買収に伴って、従業員等に影響が及ぶ場合があるが、本稿ではこの点について措く⁽³⁾。株主利益最大化という規範に基づけば、株主の利益に着目した分析にも一応の意味があるし、株主以外の厚生についての分析は、複雑であるため、株主に関する分析の後に行われるべきだと考えるからである。

第2に、前述したことの言い換えであるが、企業買収の法制度は、効率性の観点から、望ましい企業買収を促進し、望ましくない企業買収を妨げることが目的とすべきということになる⁽⁴⁾。特に、企業買収は、①対象会社の株主によるただ乗り（free-ride）の問題⁽⁵⁾と②強圧性がトレード・オフの関係にあり、この点に留意する必要がある⁽⁶⁾。

ここで問題となるのは、まず、効率性の観点からの検討が最終的には実証に委ねられる点である⁽⁷⁾。また、法政策の観点から、①望ましい企業買収を妨げることをある程度許容しながら、社会厚生が増加すると確実に見込まれる企業買収のみ実行させるといったことや②望ましくない企業買収が実行されることを許容しつつ、企業買収の件数を増やすために企業買

-
- (1) 田中亘「防衛策と買収法制の将来〔上〕——東京機械製作所事件の法的検討——」商事2286号(2022)13頁注13。
 - (2) 拙稿「組織再編法制の分析」早稲田大学高等研究所紀要8号107-108頁(2016)。
 - (3) See Andrei Shleifer & Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* 33, 34-37 (Alan J. Auerbach, ed., 1988). 田中亘『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）327頁注10（会社資産収奪の例として春日電機事件を挙げる）、拙著『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂、2016）128-129頁も参照。
 - (4) 拙稿・前掲（注2）110頁。
 - (5) See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 *BELL J. ECON.* 42, 45 (1980). 拙稿・前掲（注2）118頁注79に掲げる文献参照。
 - (6) 拙稿・前掲（注2）115頁、飯田秀総「買収防衛策の有事導入の理論的検討—公開買付けの強圧性への対処—」商事2244号5-6頁(2020)、拙稿「会社法と数字をめぐる冒険」法学セミナー801号127頁(2021)、黒沼悦郎「市場買付けは買収防衛策を正当化するか：東京機械製作所事件を題材に」*Law and Practice* 16号(2022)58頁。
 - (7) See Lucian Arye Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 *J. LEGAL STUD.* 197, 207 (1988).

取を実行しやすくするといったことが考えられる⁽⁸⁾。

第3に、市場買集めの問題は、敵対的買収防衛策だけでなく、公開買付規制、大量保有報告規制の問題と密接な関係があり、また、買収後の私的利益を考慮するのであれば、会社法の利益相反規制や取締役への報酬といった論点も関係しうる。市場買集めに問題があったとしても、どのような対処法が適切なのかは、一考の余地がある。例えば、短期間で大量の買集めが可能であることを問題視するのであれば、公開買付規制⁽⁹⁾や大量保有報告規制の改正が根本的な対処法であるし⁽¹⁰⁾、そもそも、非効率な買収が生じる理由が支配者が会社から私的利益を過度に抽出できることによるのであれば、会社法の利益相反規制を疑う必要があるだろう⁽¹¹⁾。さらに、過度な株価変動を問題視するのであれば、相場操縦規制との関係を検討する必要があるだろう⁽¹²⁾。

(8) 拙稿・前掲(注2)110頁注26。会社の支配権は、希少性を有する財である。See N. GREGORY MANKIW, *PRINCIPLES OF MICROECONOMICS* 4 (8th ed. 2017); Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110, 112 (1965)。希少な財の利用が効率的であるために、最も当該財を高く評価する者が取得して利用することが社会的に望ましいであろう。See Zohar Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 THEORETICAL INQ. L. 815, 816 (2001)。

(9) 飯田秀総『企業買収法の課題』(有斐閣、2022)236頁。

(10) 東京機械製作所事件では、大量保有報告書を提出する時点で、既に26.50%の株式を保有していた。黒沼・前掲(注6)57頁。大量保有報告書に関する研究として、Lucian A. Bebchuk, Robert J. Jackson, Jr. & Wei Jiang, *Pre-Disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy*, 39 J. CORP. L. 1, 17-18 (2013); Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39, 50 (2012) 参照。また、米国証券取引委員会の規則改正提案として、SEC, *Modernization of Beneficial Ownership Reporting*, Securities Act Release No. 11,030, Exchange Act Release No. 94,211 (Feb. 10, 2022), 87 Fed. Reg. 13625 (Mar. 10, 2022)。

(11) See Alexander Dyck & Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 J. FIN. 537, 541 (2004); Simon Johnson et al., *Tunneling*, 90 AM. ECON. REV. 22, 22-23 (2000); REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 146 (3d ed. 2017)。

(12) 本稿の関心と直接関係はないが、東京機械製作所事件では、金融商品取引

第4に、買収者による買収後の経営の見積もりが甘く、経営に失敗して、企業価値が減少し、ひいては、株主価値が減少する場合が考えられる。この場合、買収者や株主だけでなく、従業員、取引先などの厚生も減少する可能性がある⁽¹³⁾。このような買収は、公開買付規制や利益相反規制では、対処しづらく、そのため、敵対的買収防衛策の理論的根拠となりうる。本稿では、この点は、指摘するに留める。本稿のように、買収者と株主の厚生について検討した後に、発展的な問題として検討すべき課題だからである⁽¹⁴⁾。

第5に、筆者は、本稿において、市場買集めと効率性について検討しているが、その理由は、強圧性を理由として、敵対的買収防衛策を発動する場面が限定されていると考えているからである。ここで本稿が意図する強圧性は、いわゆる構造的強圧性（後述）であり、実質的強圧性ではない。筆者は、実質的強圧性に対して敵対的買収防衛策を発動することに懐疑的であるが、その分析には、情報の非対称性や市場の非効率性なども検討する必要があり、本稿では検討できていない⁽¹⁵⁾。実質的強圧性を問題とす

法164条に基づく短期売買利益の提供について、法執行の問題が提起されている。日本経済新聞「東京機械、投資ファンドを提訴」（2022年6月7日）朝刊17頁、日経速報ニュースアーカイブ「東京機械、投資ファンド資産の仮差し押さえ確認」（2022年6月7日）、アジア開発キャピタル株式会社「特定子会社等の異動（株式譲渡）及び債権譲渡に関するお知らせ」（2022年8月15日）、日経速報ニュース「東証、アジア開発を監理銘柄（審査中）に指定」（2023年2月6日）。また、本稿で議論する強圧的な二段階公開買付けの場面で、低廉な対価を利用した締出しが可能であるならば、締出しにおける株式買取請求権の価格決定が問題となる。

(13) 買収者が買収に関して楽観的であるという実証研究は多い。See, e.g., PATRICK A. GAUGHAN, *MERGERS, ACQUISITIONS, AND CORPORATE RESTRUCTURINGS* 168-71 (5th ed. 2011). 胥騰「株価と売買高から見た情報開示、応募手続と支配権市場」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け』（有斐閣、2016）400頁。なお、買収によって買収前の経営者が解雇などの不利益を被るという可能性があるが、新たな買収者が経営革新によって事業価値を高めるためには、そのような不利益は必要であるといえよう。Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1184 (1981).

(14) カーティス・ミルハウプト「制度改革としての『選択』—日本のコーポレート・ガバナンスの改革をめぐる—」神田秀樹編『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』（中央経済社、2005）47頁。

るのであれば、情報の非対称性や市場の非効率性を正面から扱って分析する必要がある⁽¹⁶⁾。

Ⅲ 市場買集めに関する先行研究

1 強圧性

本節では、市場買集めの問題について、過去の研究を概観し、論点を明らかにする。

東京機械製作所事件（最三小決令和3年11月18日資料版商事法務453号94頁）の判例評釈等を見ると、裁判所による強圧性の認定について、肯定的な見解が多く、否定説は少数説であり⁽¹⁷⁾、肯定説が多数説である⁽¹⁸⁾。また、東京機械製作所の事件で実際に強圧性が存在したかについて懐疑的な見解が幾つかある⁽¹⁹⁾。

(15) 関係する文献として、後掲（注20）に挙げるもののほか、Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 Nw. U. L. Rev. 521 (2002)、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、2013）287-288頁。

(16) なお、本稿の分析は、株主の間での情報の非対称性が存在していること、効率的市場仮説が成立していないこと及び株主の限定合理性を前提としている。See Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 626-33 (1995); Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549, 594 (1984)。拙著・前掲（注3）218-219頁。

(17) 黒沼・前掲（注6）49頁。

(18) 田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』（有斐閣、2021）256頁注8〔飯田秀総〕、田中・前掲（注1）6頁、久保田安彦「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向（下）」法学教室501号（2022）59頁、太田洋「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程〔下〕」商事2284号（2022）23頁注13、山下徹哉「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM要件：東京機械製作所事件」ジュリ1572号94-99頁（2022）96頁、カーティス・ミルハウプト＝宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新J-Pillの提案」商事2298号（2022）10頁。

(19) 鈴木一功「TOBと市場買付けの『強圧性』に関する考察」MARR327号（2021）32-33頁、遠藤元一「東京機械製作所事件の法的検討（下）」週刊経営財務3553号（2022）33頁。

2 強圧性の種類

強圧性には、構造的強圧性 (structural coercion) と実質的強圧性 (substantive coercion) がある⁽²⁰⁾。筆者が理解するところでは、先行研究は、構造的強圧性に明示的に言及するものもあるが⁽²¹⁾、強圧性という用語を厳密な構造的強圧性によるものに限定していないように思われる。そこで、まず、構造的強圧性の意味について明らかにした後に、市場買集めの議論で用いられている「強圧性」という用語について検討したい⁽²²⁾。

(1) 構造的強圧性

構造的強圧性は、二段階買収の文脈で、公開買付けに応募しない株主が (応募した株主と) 異なる取り扱いをされるリスクによって、株主が公開買付けに応募する判断を歪ませることと説明される⁽²³⁾。典型的な事例は、Unocal 事件⁽²⁴⁾であり、既に 13% の株式を保有していた Mesa 社が 37% の株式について 54 ドルの現金で公開買付けを行った上で、残りの株式について額面は同じ 54 ドルであるが実質的価値の劣る (格付けにおいて投資適格を満たさない) ジャンク・ボンド (junk bonds) での買収を企図するというものである⁽²⁵⁾。Unocal 事件で特徴的なのは、二段階目の買収がジャンク・ボンドで行われるため、一段階目の現金と比較して、二段階目に株主が受領する対価の価値が一段階目と比較して確実に低くなる点にある。特に、一段階目の公開買付け及び二段階目の締め出しの双方について、対価の価値を買収者が自ら設定できる点にある。

ここで重要な点は、構造的強圧性を有する二段階の公開買付けでは、①

(20) Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 BUS. LAW. 247, 267 (1989). 強圧性の分類について、拙稿・前掲 (注 3) 53 頁注 93 参照。

(21) 構造的強圧性に明示的に言及するものとして、黒沼・前掲 (注 6) 57 頁、ミルハウプト=宍戸・前掲 (注 18) 5 頁。

(22) 実質的強圧性が存在するのか、また、存在するとしてこれに対処すべきかは、構造的強圧性の有無やそれに対する対処法の後に論じられるべきものであろうから、先行研究が構造的強圧性について検討するのは正しいと考えるからである。

(23) Gilson & Kraakman, *supra* note 20, at 267.

(24) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

(25) See Robert A. Prentice, *Front-End Loaded, Two-Tiered Tender Offers: An Examination of the Counterproductive Effects of a Mighty Offensive Weapon*, 39 CASE W. RES. L. REV. 389, 416 (1988).

株主に対して投資判断を歪める（本来、公開買付けに応募したくないにも拘らず応募してしまう）という問題と②その結果、社会的に望ましくない買収が成立してしまう可能性が高くなるという問題がある。

(2) 市場買集めにおける強圧性

市場買集めにおける強圧性は、公開買付けの強圧性と類似性がある。しかし、市場買集めにおける強圧性の議論は、公開買付けの議論よりも、いわゆる「サタデー・ナイト・スペシャル」(Saturday Night Special)⁽²⁶⁾の議論により類似している。

市場買集めにおける強圧性の特徴は、次の通りである。

第1に、市場買集めでは、株式の売付けをいつでも行うことができる。株主や投資家は、幾つかに分類することができるだろう。市場買集めの初期段階、大量保有報告書を提出する前の段階で、株主が株式を売却するとしても、株主が自発的に株式を売却している上に、買集めの情報が知られていないのであれば、投資判断に歪みもなく、問題はない。これは、買収者の持分割合が5%を超えて、大量保有報告書の提出義務が課された後、実際に提出するまでも同様であろう。次に、買収者が大量保有報告を提出し、買集めの意図が明らかになった後で、株主が、市場価格で株式を売却する場合は考えられる。仮に、買収者が市場で買集めを進めて、持分比率を高めているにも拘らず、株主が株式を売却しないのであれば、当該株主は、(仮に将来株価が下落するにしても、一時的には)現在の株価よりも株価が高くなることを期待して株式を保有しているのであり、受けている強圧性の程度は小さい。また、株式を売り付ける株主がいる場合で、当該株主が買収者以外の投資家によって買い付けられるとき、当該購入する投資家も同様に、現在の株価よりも株価が高くなることを期待して株式を保有しているのであり、強圧性の影響を受けている程度は小さい⁽²⁷⁾。大量

(26) 用語の解説として、例えば、David W. Leebron, *Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers*, 61 N.Y.U. L. REV. 153, 158 n.18 (1986).

(27) 特に、買収の成功を期待して鞆取り (arbitrageurs, arbs) を行う投資家が買収の成功に寄与する可能性について、例えば、Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc., 16 A.3d 48, 108 (Del. Ch. 2011) (実体的強圧性との関係での議論)、黒沼悦郎『証券市場の機能と不公正取引の規制』241頁(有斐閣、2002)。組織再編に伴う裁定取引 (risk arbitrage) を検討するものとして、拙稿・前掲(注2)122-126頁、飯田秀総「株式買収請求権のデラウェア州判例の最新動向」資本市場研究会編『企業法制の将来展望——資本市場制度の改

保有報告書の提出後にすべての保有株式を売却する株主がいる場合でも、株価が従前の株価よりも高い水準で推移しているのであれば、大量保有報告書の提出によって利益を得ているのであり、その後、株価が下落するとしても既に株式を保有していないのだから保護の必要性は小さい。

そうすると、問題となるのは、大量保有報告書が提出された結果、株価が下落するような場合ということになる。サタデー・ナイト・スペシャルや二段階の強圧的公開買付け (two-tier, front-end loaded tender offer) では、もし、市場価格が存在すれば、当該市場価格は、公開買付価格よりも相当程度低くなるはずである。ただし、サタデー・ナイト・スペシャルが、実際には、週末に行われているのであれば、その間は市場価格が存在せず、比較をすることはできないであろう⁽²⁸⁾。

第2に、大量保有報告書の提出後に株価が暴騰する例では、株主に対して、買集めが判明しているにも拘らず、また、将来的に株価が減少すると考える株主が、市場で株式を売却するにも拘らず、実際は、株価が上昇するという現象が起きていることになる。大量保有報告書の提出後に株価が上昇する例は多い⁽²⁹⁾。

革への提言〔2019年度版〕383頁(財経詳報社、2018)。See generally LIONEL MELKA & AMIT SHABI, MERGER ARBITRAGE: A FUNDAMENTAL APPROACH TO EVENT-DRIVEN INVESTING (2014); KEITH M. MOORE, RISK ARBITRAGE: AN INVESTOR'S GUIDE (1999).

(28) 文献によれば、サタデー・ナイト・スペシャルに基づく応募は、数日 (only a few days) や1週間から10日程度 (a week to ten days) 行われるとの記述がある。See Leebron, *supra* note 26, at 158 n.18; Prentice, *supra* note 25, at 391. また、サタデー・ナイト・スペシャルの取引は、最短で一週間で完了すると記されている。See BRUCE WASSERSTEIN, BIG DEAL: MERGERS AND ACQUISITIONS 690 (2d ed. 2000).

(29) 日経速報ニュースアーカイブ「〈東証〉住石HDがストップ高買い気配 著名投資家の井村氏が7%超保有」(2022年12月2日)、日経速報ニュースアーカイブ「〈東証〉住友大阪が17%高 旧村上ファンド系が5%超保有」(2022年4月20日)、日経速報ニュースアーカイブ「〈東証〉クレゼンがストップ高 旧村上ファンド系が5%超取得」(2022年4月18日)、日経速報ニュースアーカイブ「〈東証〉コスモHDが一時16%高 一経営改善、業界再編に思惑」(2022年4月6日)、日経速報ニュースアーカイブ「〈東証〉マネックスGが買い気配 香港の投資ファンドが5%超株取得」(2022年3月1日)、日経速報ニュースアーカイブ「〈マザーズ〉総医研HDがストップ高 一ブラックロックスの株取得が手掛かり」(2017年12月22日)。

このように考えてみると、学説において、市場買集めの文脈で強圧性と呼ばれているものは、構造的強圧性の議論で指摘した2つの問題のうち、①株主に対して投資判断を歪めるという問題を重視して、そのみで「強圧性」と呼んでいることがわかる。しかし、この場合、①の結果、社会的に望ましくない買収が成立してしまう可能性が高くなるという問題がない場合も含んでしまっている。このため、これを「強圧性」と呼び、「構造的強圧性」の場合と同じ意味であると考えすることは適切ではないように思われる。用語の問題ではあるが、単に株主に対して投資判断を歪めるだけであれば、効率性の観点から問題がない場合もあると思えるからである⁽³⁰⁾。

(3) 「おそれ」の検討

「おそれ」があるというだけで、強圧性が発生する見解がある⁽³¹⁾。これもまた理論的には支持できる。しかし、わが国の法制度への当てはめの段階では、そのような「おそれ」が生じるのか、生じるのであれば、それがどのような機序によって生じるのかを考えなければならない。サタデー・ナイト・スペシャルで、買付けの最中に市場価格が下落するのであれば、それは「おそれ」によって、株式を売却する株主のほうが、株式を購入する投資家よりも多いからということが出来る。しかし、市場買集めにおいて、買集めの情報が市場に伝播した後も、株価が上昇するのであれば、市場買集めによって支配権を獲得し、将来的に株価が下落する「おそれ」から株式を売却する株主が存在することがあるにしても、将来的に株価が上昇すると見込んで株式を購入する投資家のほうが多いことを意味する⁽³²⁾。このように買集めの情報が市場に伝播した後も、株価が上昇するのであれば、「おそれ」によって株式を売却する株主がいるにしても、敵対的買収防衛策を発動してまで買収を阻止することを肯定することは難しい。

(30) See Grossman & Hart, *supra* note 5, at 45.

(31) 田中・前掲(注3) 403頁。これを検討するものとして、黒沼・前掲(注6) 60頁。

(32) この前提として、株式の購入をすべて買収者が行っているわけではないと想定している。大量保有報告が提出した後の出来高は増加する傾向にあり、株価を維持するためには、買収者以外の投資家が株式を購入しなければならないと想定している。

市場買集めの効率性

このような「おそれ」が生じて、株価が下落する場合は、買収後の株価が低くなる原因を検討しなければならない。例えば、支配株主が少数株主を搾取することにより、私的利益が高くなるという要因があるのであれば、単に、敵対的買収防衛策で買収を防ぐのではなく、その根本的な問題の解決法を検討する必要がある。すなわち、買収後に株価が下落する原因が利益相反取引に基づく過度の私的利益の獲得が原因なのであれば、それは会社法の利益相反取引規制等の問題であり、敵対的買収防衛策を発動して、買収を頓挫させることは次善の策であるように思われる⁽³³⁾。また、敵対的買収防衛策の導入が許されるとすれば、それは株主に対して、情報を与えるための時間を稼ぐという目的であり、この観点から敵対的買収防衛策は肯定されうる。

IV 検討

1 市場買集め

肯定説の文献が根拠として引用するものを参照すると、幾つかの論考に辿り着く。筆者は、これらの根拠となる文献は、東京機械製作所事件において、市場買集めによる強圧性を正当化する根拠にはならないと考えている。

まず、これらのうち、公開買付け規制との関係で、強圧性を指摘するものがある。例えば、次のような記述である。

「他方、買付者が公表してこれを行う場合、株主に売却の圧力が生じる (Note, *The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Securities Exchange Act of 1934*, 86 HARV. L. REV. 1250, 1279 (1973).)。たいていの場合、市場内買付が行われれば株価は上昇し、買付が予告なく終了して株価が下落する。株主は株価が下落する前に早く株式を売却してしまおうというインセンティブをもつことになる (Richard A. Booth, *The Problem with Federal Tender Offer Law*, 77 CALIF. L. REV. 707, 723 (1989).)。また、市場外での相対取引の場合は、買付者が対象会社株主に対して「早く売却しないと締め切りになる」などと

(33) また、少数株主を低い価格で締め出しが可能であることを問題とするのであれば、株式買取請求権の価格決定の問題であるといえる。

伝えれば、やはり売却圧力の問題が生じる。」(脚注を括弧内に記載)⁽³⁴⁾

ここで根拠として引用されている文献は、一つが Harvard Law Review の Note であり、また、他方は、Booth 教授による California Law Review の文献である。

第1に、Harvard Law Review の文献は、市場株式の買付けの申込み (offers) が公開買付けと同様の効果を有するかを検討している⁽³⁵⁾。その中で、特別な市場買付け (special bid)⁽³⁶⁾ 及び市場外の買集めが株主に売却圧力を与えるとの記述がある⁽³⁷⁾が、これは、本稿が対象とする通常の市場買集めによるものとはいえないように思われるため⁽³⁸⁾、市場買集め

(34) 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 226 頁 (2006)。

(35) Note, *The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Securities Exchange Act of 1934*, 86 HARV. L. REV. 1250, 1275-81 (1973). 米国の公開買付けは、1934 年取引所法 14 条 (d) 項によって規制されているが、同法では、公開買付け (tender offer) が定義されていない (STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATE LAW (4th ed. 2020). 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』(弘文堂、2004) 189 頁)。このため、何が公開買付けに該当するかが検討されてきた。なお、何が公開買付けに該当するのかの基準として、Wellman 判決が参照されることが多い。Wellman v. Dickinson, 682 F.2d 355 (2d Cir. 1982)。同判決では、公開買付けの兆候となる 8 要素とは、①一般株主に対する活発で広範な勧誘、②発行者の株のかなりの部分の買付け、③流布している市場価格を超えるプレミアムの支払、④比較的固定的な買付条件、⑤最低買付株数の条件づけと最高買付株数の設定、⑥買付期間の限定、⑦株主に対する提供圧力の存在、⑧購入計画の公表とされている。黒沼・前掲・190 頁。米国における市場買集めについて、黒沼・前掲・190-193 頁。JOHN C. COFFEE, JR. ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 857 (14th ed. 2021) (市場買集めを規制する根拠として、市場買集めに応じることができる専門家とこれに応じることができない一般投資家との平等を挙げる)。

(36) ごく簡単に説明すれば、通常の投資家では購入できないような多量の株式のブロック取引を市場で行うことにより、株式を買い集めること。Note, *supra* note 35, at 1278 (特別な買付けの説明)。

(37) Note, *supra* note 35, at 1278.

(38) 特に、わが国ではライブドア事件の後、ToSTNet を利用した株式の取得が金融商品取引法において規制されている (金融商品取引法 27 条の 2 第 1 項 3 号)。黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』(有斐閣、2020) 285 頁。

に対する強圧性の根拠とはならないように思われる。

第2に、California Law Review の文献では、市場買付けの後に株価が下落することが指摘されている⁽³⁹⁾。筆者も、市場買付けの後に株価が下落することがあることは認める（後述する通り、問題は、これを強圧性と捉え、非効率的な買収が発生するから規制すべきか否かである）。しかし、同文献は、公開買付けの定義について議論しており、市場買集めに対して、効率性に基づいて規制強化を求めるものではないし、また、市場買集めに対して敵対的買収防衛策の導入や発動を議論するものでもない。

2 設例に基づく分析

強圧性を肯定する例として、次のような「設例」が用いられている⁽⁴⁰⁾。市場買集めを肯定する見解として、この設例が根拠として挙げられることが多い⁽⁴¹⁾。この文献の指摘は、理論的には重要である。なぜなら、規範的な観点から社会的に望ましくない買収が行われる可能性を指摘しているからである。どのような場合に社会的に望ましくない買収が行われるのかという規範的分析は、どのような場合に社会的に望ましくない状態になるのかという会社法の分析と同様に重要であり、このような観点から分析を行うものは、数多くある⁽⁴²⁾。

ここで検討するのは、市場買集めについて、設例を用いて、社会的に望ましくない買収が行われる可能性を指摘するものであり⁽⁴³⁾、その内容は、次の通りである⁽⁴⁴⁾。

(39) Richard A. Booth, *The Problem with Federal Tender Offer Law*, 77 CALIF. L. REV. 707, 723 (1989).

(40) 田中・前掲（注3）385-387頁。同411-412頁が参照されることもあるが、この部分の議論の根拠は、「第4節4（3）〔編注：386-387頁〕で論じたとおり」と記されていることから本文で解説する設例にあるといえよう。

(41) 例えば、清水毅「買収防衛策に関する議論の現在地と裁判例の行方——ビジネス・コート開庁に寄せて——」商事2311号34頁（2022）、久保田・前掲（注18）59頁注6。

(42) 企業買収の文脈では、Great Takeover Debate が有名であろう。See William T. Allen et al., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, 69 U. CHI. L. REV. 1067 (2002).

(43) 田中・前掲（注3）385-386頁。

(44) 田中・前掲（注3）385-386頁。

・前提

- ある上場会社（買収対象会社）の現在の企業価値が9,000万円である。
- 負債は存在しない。
- 対象会社の発行済株式総数は、100万株である。
- 買収前の1株当たりの価格は90円である。
- 買収者が対象会社の株式の50%（50万株）を取得すれば支配権を得られる。
- 買収者に買収される場合、対象会社の企業価値が5,000万円（1株50円）に低下する。
- 買収者は、買収後、3,000万円の私的利益を得る。
- 取引所市場で1株100円で買い注文を出し続けて、50万株を取得できる。
 - ・1株100円は、買収が実現しない場合の90円及び買収が成功する場合の50円の両方より高い金額であるから、株主は市場で売り注文を出す。
- 以上の前提は、買収者と対象株主の間で共有知識になっている。

・検討

- 買収後の企業価値と私的利益の合計が8,000万円であるが、買収前の企業価値が9,000万円であるから非効率的な買収である。
- 買収後の株価が1株50円であるため、1株100円での買収は、損失となるが、私的利益3,000万円があるため、合計すると買収者に有利である。
 - ・ $30,000,000 - (100 - 50) \times 500,000 = 5,000,000$

筆者は、この設例自体に異論はないし、また、この設例に基づく結論にも異論はない。さらに、このような分析は、企業買収によって非効率的な買収が行われることを示すもので、大変有益なものであると考えている。会社法学において、このような効率性に基づく分析は、さらに行われて然るべきだと考えている。その上で指摘したいのは、本稿の設例は、あくまで例であって、特定の状況において非効率的な買収が行われることを示すに留まる。そこで、より一般化して、市場買集めを検討することが有用であろう。そこで、設例に基づく規範的分析を次に行う。

3 規範的分析

法制度の目的が社会厚生を最大化であると指摘されている。同様に考えれば、会社法の目的も関連当事者の厚生を最大化であるといえそうだし、また、本稿の検討課題である市場買集めの強圧性の問題についても、関連当事者の厚生を最大化（効率性）の観点からの検討が有益であろう⁽⁴⁵⁾。このために、上述の設例をモデルとして表すことが有益である。上述の設例は、次のように表すことができる⁽⁴⁶⁾。

- ・ q を会社の発行済み株式総数とする。
- ・ $S_s > 0$ 及び $S_b > 0$ を買収前の株主と買収後の買収者の支配にかかる株式の価値とする。
 - S_s 及び S_b は、株価に発行済株式総数 q を乗じた積に等しいとする。
 - すなわち、株価は、 S_s/q や S_b/q で表すことができるものとする。
 - 本稿の分析では、上場会社を前提としており、買収前に株主は、平等に 1 株当たりの株式価値（買収前の株価）を享受する。また、買収後の買収者の支配にあっても、少数株主は、買収者と同様の 1 株当たりの価値（買収後の株価）を享受する。
- ・ $C_b \geq 0$ を買収者に対して支配から生じる私的利益とする。
 - 買収前には、買収者が存在しないとし、買収前の買収者の私的利益は観念しない。
- ・ W_b 及び W_s を会社の社会的価値（social value of the corporation）とし、 $W = S + C$ であるとする。
- ・ 厚生を最大化の観点から、 $W_b > W_s$ である場合にのみ会社の支配権が移転することが望ましい。
- ・ π を買収者が有する株式の割合とし、 $0 < \pi < 1$ とする。
- ・ 買収者が支配株式を得るために費やした費用を $P > \pi S_s$ とする。
 - $\alpha = P - \pi S_s$ は、支配株式を得るために費やしたプレミアムとい

(45) 実際、市場買集めの強圧性の問題の文脈でも、効率性の観点からの検討が有益であることが指摘されている。田中・前掲（注1）13頁注13及びそこに挙げられた文献参照。

(46) 本稿の執筆にあたり、Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J.L. ECON. & ORG. 370 (1993) を参照した。

うことになり、また、 α は、正の値を取る ($\alpha > 0$)⁽⁴⁷⁾。

以上の前提から、幾つかの条件が導出できる。これらを順番に説明する。

(1) 社会的に望ましい買収が生じる条件

社会的に望ましい買収が生じる条件は、次の通りである。

$$\begin{aligned} W_b &> W_s \\ S_b + C_b &> S_s \\ C_b &> S_s - S_b \end{aligned} \quad (1)$$

設例では、買収によって生じる株主価値の下落 ($S_s - S_b = 40,000,000$) と比較して、私的利益 ($C_b = 30,000,000$) が少なかったため、社会的に望ましくない企業買収であるとされた。

また、式1によれば、 $C_b \geq 0$ であるから、

$$\begin{aligned} S_b &> S_s \\ S_b/q &> S_s/q \end{aligned}$$

の場合には、当然に望ましい買収が生じるということになる。すなわち、買収後の株価が、買収前の株価を上回る場合には、(この前提の下では) 望ましい買収であるということになる。むしろ、この場合は、買収者に株式を売り付けなかった残存株主が対象会社の価値の上昇にただ乗りしている状態であるといえる。

また、仮に、私的利益が存在しない場合 $C_b = 0$ には、

(47) 公開買付規制の議論の中では、いわゆる四人のジレンマやサタデー・ナイト・スペシャルが言及される場合があるが、それでも株式の買付けについては、設例と同様、プレミアムを支払うことが前提となっているように思われる。田中亘編著・前掲(注18)254頁、255頁注7〔飯田〕。See Leebron, *supra* note 26, at 186 n.116.

市場買集めの効率性

$$S_b + C_b > S_s$$

$$S_b + 0 > S_s$$

$$S_b > S_s$$

$$S_b/q > S_s/q$$

となるから、買収後の株価が買収前の株価を上回る場合しか、望ましい買収は生じない。逆に、私的利益が存在しない場合、買収後の株価が買収前の株価を下回る場合は、望ましくない買収であるといえる。

(2) 買収者が買収を実行する条件

次に、買収者が買収を実行する条件である。まず、買収者が買収によって利益を得ることがある。これは、次の通り表すことができる。

$$P < \pi S_b + C_b \quad (2)$$

買収者が支払うプレミアムは、前述の通り、 $P - \pi S_s$ と表すことができる。そこで、式2から πS_s を減じると、次の通り表すことができる。

$$P - \pi S_s < \pi S_b - \pi S_s + C_b$$

左辺は、支払ったプレミアムを表している。そして、右辺が、プレミアムとの関係で、買収者が買収を実行する条件である。すなわち、次の含意を得ることができる。

- ・プレミアム ($P - \pi S_s$) が大きくなればなるほど、この式が成立しにくくなる。
- ・買収前と買収後の株価を比較して、買収後の株価が低くなるほど、この式が成立しにくくなる。
- ・支配権に基づく私的利益が大きくなればなるほど、この式が成立しやすくなる。

ここから、設例に関して、次の3つの含意を得ることができる。

- ・設例では、支配権を得るために支払ったプレミアムは、500万円で

あった。しかし、プレミアムが1000万円以上であれば、上述の式が成立しないため、買取者は、買取を実行しない。

- ・また、設例では、買取前と比較して、買取後の株価が下落したため、買取者は、保有する株式から2000万円の損失を被るものであった($\pi S_b - \pi S_s = 20,000,000$)。株価の下落がより大きく、買取者の損失が2500万円を超える場合(すなわち、株価が40円以下となる場合)には、上述の式が成立しないため、買取者は、買取を実行しない。
- ・さらに、設例では、支配権に伴う私的利益が3000万円という設定であったが、これが2500万円未満である場合、上述の式が成立しないため、買取者は、買取を実行しない。

(3) 社会的に望ましくない買取を買取者が実行する条件

式1は、社会的に望ましい買取が生じる条件を表しており、これを逆にすることで、社会的に望ましくない買取が生じる条件を表すことができる。すなわち、次の通りである。

$$\begin{aligned} W_b &< W_s \\ S_b + C_b &< S_s \\ C_b &< S_s - S_b \end{aligned} \quad (3)$$

また、買取者が買取を実行する条件は、式2で表されており、これは、次のように変形することができる。

$$\begin{aligned} P &< \pi S_b + C_b \\ P - \pi S_b &< C_b \end{aligned} \quad (4)$$

式3と式4から、社会的に望ましくない買取を買取者が実行する条件として、次の式が得られる。

$$P - \pi S_b < C_b < S_s - S_b \quad (5)$$

左辺は、買取に費やした費用から買取後の株式の価値を減じた差よりも私的利益が大きいことを示す。右辺は、買取前の株式の価値から買取後の

市場買集めの効率性

株式の価値を減じた差よりも、私的利益が小さいことを示す。式5について、幾つかの検討をしてみたい。

私的利益が存在しない場合

本稿では、私的利益が存在する ($C_b \geq 0$) ことを前提として、上述の分析を行っている。実際に、買収に伴って私的利益がまったく存在しないということはないだろうが、私的利益が少ない場合を検討するために、仮に私的利益をゼロとして ($C_b = 0$)、式5を検討してみたい。

私的利益が存在しないと仮定する場合、式5は、次の通りとなる。

$$P - \pi S_b < 0 < S_s - S_b$$

まず、右辺は、望ましくない買収が生じる場合は、買収後の株価が、買収前の株価を下回することを示している。すなわち、 $S_s > S_b$ である場合に望ましくない買収が生じることを意味する。

左辺のうち、 P は、 πS_s に買収プレミアム $\alpha > 0$ を付加したものである。すると、次の通り、表すことができる。

$$\pi S_s + \alpha - \pi S_b < 0$$

$S_s > S_b$ であり、また、 α は正の値を取るため、この式は成立しない。すなわち、このモデルの下では、私的利益が存在しない場合、社会的に望ましくない買収を買収者が実行することはないといえる。

V 東京機械製作所事件の分析

1 経緯

(1) 大量保有報告書 (7月20日) を提出するまで

本稿の関心の観点から東京機械製作所事件の経緯を概観すると次の通りである。

まず、アジアインベストメントファンド株式会社による最初の大量保有報告書は、2021年7月20日に提出された。当該大量保有報告では、報告義務発生日が同年7月13日であることが示されている。共同保有者として、アジア開発キャピタル株式会社が記されている (以下、アジアインベストメントファンド株式会社とアジア開発キャピタル株式会社を総称し

て、「ADC」という。)

また、買集めが同年6月9日から行われていることが示されている。大量保有報告書に記載された東京機械製作所の発行済株式総数は、8,728,920株であり、これに基づき報告義務が発生した同年7月13日時点でのADCの保有株式数は、705,600株、保有割合は、8.08%であった。大量保有報告書に記載されたADCの保有目的は、「純投資」であった。

同年6月8日の終値は、734円、同年7月13日の終値は、732円であった。734円に基づいて株式時価総額を計算すると約64億円(6,407,027,280円)である。

大量保有報告書は、同年7月20日に提出されたが、これが取引時間中に行われたものか明らかではないため、同年7月19日からの終値をみると、同年7月19日の終値が807円、同月20日の終値が813円、同月21日の終値が800円であった。

株価は、6月8日の終値734円と7月20日の終値である813円を比較すると、約11%の上昇であった。

(2) 第1変更報告書(7月21日)

大量保有報告書を提出した翌日の2021年7月21日に最初の変更報告書が提出された。報告義務発生日は、同年7月14日であり、この時点での保有割合は、15.01%であった。また、保有目的が「支配権の取得。ただし、現時点で、発行者に取締役候補者を派遣することは予定していない」と変更された。翌営業日である2021年7月26日の終値は、901円であった。

(3) 第3変更報告書(7月29日)

ADCの第3変更報告書によると、同年7月20日の時点で、26.50%の株式を保有していた。保有株式数は、2,313,600株であった。

同年6月9日から7月20日までの出来高の合計は、18,920,300株であり、ADCは、そのうち2,313,600株を買い付けたことになる。出来高に対する割合でいえば、約12%である。

(4) 買集め終了まで

ADCは、2021年9月10日まで東京機械製作所株式を買い集め、保有割合は、39.94%まで上昇した(保有株式数は、3,485,900株)。同日の終値は、3,335円であった。同年6月8日の終値である734円と比較すると、約4.5倍になった。

市場買集めの効率性

最初の大量保有報告書を提出した後、2021年7月21日から9月10日までの出来高の合計は、26,075,600株であった。この期間中、ADCは、1,172,300株式を買い付けた。出来高に対する割合でいえば、約4.5%である。

TOPIXは、2021年6月8日の終値の時点で、1,962.65であり、同年9月10日の時点で2,091.65であった。すなわち、TOPIXの変動は、約6.6%のプラスであった。この間に株価が4.5倍になったのだから、東京機械製作所の株価は、ADCによる買集めに伴う影響を大きく受けていたといえる（すなわち、東京機械製作所のうち、市場変動に伴って変動した部分は相当限定的であり、株価の変動は個社の事情によるということである）⁽⁴⁸⁾。

2021年9月13日に提出された第10変更報告書によると、取得資金の合計は、4,766,691,670円であり、これを保有株式数3,485,900株で除した商は、約1,367円である。すなわち、ADCは、平均して、1株当たり1,367円で東京機械製作所株式を買い集めた。

(48) なお、ここでの買集めの影響とは、ADCによる買い注文によって需要が増大したことだけでなく、大量保有報告書の情報や会社側の対応などの情報による影響も含む。また、マーケット・モデル ($R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$) に基づいて、2020年1月1日から2021年6月8日までのTOPIX及び東京機械製作所の日次の収益率を利用して筆者が算出したアルファ (α) は、0.002293396、ベータ (β) は、0.86である。マーケット・モデルについて、例えば、Franco Modigliani & Gerald Pogue, *An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence (Part I)*, 30 FIN. ANALYSTS J. 69, 76-79 (Mar.-Apr. 1974)、森田果「あえて言おう、カスであると！——会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』(2017) 497頁、田中編・前掲(注18) 300-302頁〔森田果〕、森田果「マーケットモデルとイベントスタディ：虚偽記載事例を題材に」ジュリ1578号50頁(2022)など参照。本稿では、マーケット・モデルに基づく想定株価との比較は行っていないが、その理由として、①議論を簡単にするために市場インデックスの変動を無視していること、②買収後の株価になる時期が明らかではないこと、及び③買収後の株価が判明するまでにそれなりの期間があり、マーケット・モデルに基づく想定価格の信頼性が低くなることが挙げられる。本事件の期間中、東京機械製作所は、業績予想の修正を何度か発表している。株式会社東京機械製作所「業績予想の修正に関するお知らせ」(2021年11月11日)、株式会社東京機械製作所「業績予想の修正に関するお知らせ」(2022年1月14日)。

(5) 買収防衛策

2021年8月6日、東京機械製作所は取締役会決議によって買収防衛策の導入を決定した（その時点でADCの持株割合は32.72%に達していた）（以下、「本件買収防衛策」という）。本件買収防衛策の内容は、一般的な事前警告型防衛策の内容と基本的に同様である。しかし、ADCが、本件防衛策で定められた手続ルールを遵守することなく市場買集めを続けたため、東京機械製作所は、独立委員会の勧告を受けて、同年8月30日開催の取締役会において、①本件防衛策の発動としての差別的行使条件付き新株予約権無償割当てを行うこと（以下、「本件新株予約権無償割当て」という）、②同年10月下旬に臨時株主総会を開催し、本件新株予約権無償割当ての承認を求める議案を上程した上で、これが可決されなかった場合は、本件新株予約権無償割当てを撤回することなどを決定した。

ADCが裁判所に差止めの仮処分を申し立てたところ、第一審（東京地決令和3年10月29日資料版商事法務453号107頁と抗告審（東京高決令和3年11月9日資料版商事法務453号98頁）はいずれも、本件新株予約権無償割当ては不公正発行に当たらず、株主平等原則にも反しないとして、差止めを認めなかった。そこで、ADCは、特別抗告および許可抗告の申立てをしたが、最高裁はこれを棄却した（最決令和3年11月18日資料版商事法務453号94頁）。なお、同年10月22日に開催された本件臨時株主総会では、利害関係のない出席株主の議決権の約79%の賛成によって、本件新株予約権無償割当ての承認を求める議案が可決された。

(6) 市場外での売却

東京機械製作所は、その後、新株予約権の無償割当ての実行の中止を決定した⁽⁴⁹⁾。

2021年12月10日に提出された第12変更報告書では、保有目的が「発行者の株式を中長期的に保有し、株主総会の取締役人事権（会社法329条1項、339条1項）に係る株主権を行使することを通じて、発行者の企業価値及び株式価値の向上を目指す。発行者の現経営陣が、提出者及びその共同保有者（以下『提出者ら』という。）との対話に応じず（提出らの質問に適切な回答をしない場合を含む。）、また、現在の経営体制のままでは

(49) 株式会社東京機械製作所「〔開示事項の経過〕新株予約権の無償割当ての実行の中止に関するお知らせ」（2021年11月25日）。

市場買集めの効率性

経営改善の見込みが立たないと判断される場合には、提出者らは、発行者の代表取締役に対し、提出者らの株券等保有割合を 32.72% 以下まで減少させた後速やかに、取締役の選解任等を目的事項とする臨時株主総会の招集請求を行う可能性がある。」に変更された。2022 年 1 月 7 日に提出された第 13 変更報告書は、末尾の「可能性がある」を削除した。

その後、ADC は、1 株 800 円の市場外取引で、株式会社読売新聞東京本社等に株式を売却し、約 16 億円の特別損失を計上した⁽⁵⁰⁾。

2 規範的分析の当てはめ

上述の経緯と規範的なモデルを照らし合わせると、次の通りとなる。

- ・発行済株式総数 q は、8,728,920 株である。
- ・買収前の株主の価値 S_b は、2021 年 6 月 8 日の終値である 734 円に発行済株式総数を乗じた積である、約 64 億円 ($8,728,920 \times 734 = 6,407,027,280$ 円) である。
- ・買収者が支配株式を得るために費やした費用 P は、第 10 変更報告書に記された取得資金の合計から約 48 億円 (4,766,691,670 円) である。前述の通り、これは前述の通り、1 株あたりに換算すると約 1,367 円となる。
- ・大量保有報告書 (第 13 変更報告書) では、取得株式数が 3,485,900 株であると記されている。ここから、ADC が取得した株式の割合 π は、約 0.3994 である。

買収者の私的利益である C_b は、不明である。また、買収後の株式の価値 S_b も明らかではない。本件では、40% 近くの株式を ADC が保有したにも拘らず、東京機械製作所の支配権を得ることはなかったからである。

(1) 私的利益が存在しない場合

まず、ADC が買収を実行する条件について検討すると次の通りである。

$$P < \pi S_b + C_b \\ 4,766,691,670 < 0.3994 \times S_b + C_b$$

(50) アジア開発キャピタル株式会社「当社らが保有する株式会社東京機械製作所の株式に係る株式譲渡契約及び合意書の締結並びに特別損失の計上に関するお知らせ」(2022 年 2 月 25 日)。

ここで仮に会社支配に伴う私的利益 C_b が存在しない($C_b=0$)として、 S_b を算出すると、次の通りである。

$$\begin{aligned} 4,766,691,670 &< 0.3994 \times S_b + 0 \\ 11,934,631,121.7 &< S_b \\ 1367.25174726 &< S_b/q \end{aligned}$$

この値を発行済株式総数で除した商は、約 1,367 円となる（この値は、当然ながら、ADC の一株当たりの平均買付け金額に等しい）。これは、私的利益が存在しないのであれば、買収者が買収後の株式にどれだけの価値を置いているのかを意味する。私的利益が存在するのであれば、この値は減少しうる。

次に、社会的に望ましい買収が生じる条件について、私的利益が存在しない場合を検討すると、式 1 より、次の通りである。

$$\begin{aligned} S_b + C_b &> S_s \\ S_b &> 6,407,027,280 \\ S_b/q &> 734 \end{aligned}$$

当然のことながら、私的利益が存在しない場合は、従前の株価である 734 円を上回るか否かが問題となる。

本件における買収者は、いわゆるフィナンシャル・バイヤーであり、買収によって事業上のシナジーは生じないように思われる。他方、シナジー以外の私的利益⁽⁵¹⁾が皆無ということはないであろうから、その点で、何らかの利益を得たものと思われる。

(2) 私的利益が存在する場合

次に、本件では、ADC の私的利益は明らかではないが、私的利益が存在するとして、規範的分析を当てはめるとどのような数字が得られるかをみてみよう。上述の設例において、私的利益が考慮されているため、これに沿った分析がそれほど有益ではないにしても、設例と同様に、どのような場合がありえるのかを示す程度には意味があると思われるからである。

(51) シナジー以外の私的利益について、拙著・前掲（注3）128-129頁。

市場買集めの効率性

私的利益が幾らであるかは全くもって想像するしかないため、何の根拠もないが、キリのいい数字ということで1億円の場合と10億円の場合を検討してみよう。2つの数字を比べることによって、私的利益の影響を理解しやすいと思われるからである。

買収者が買収を実行する条件

買収者が買収を実行する条件は、式2で示したように、 $P < \pi S_b + C_b$ で示される。本件では、 π が約0.3994であり、また、 P が約48億円であることが判明しており、仮に私的利益 C_b を1億円とすると、次の式が得られる。

$$\begin{aligned} P &< \pi S_b + C_b \\ 4,766,691,670 &< 0.3994 \times S_b + 100,000,000 \\ 11,684,255,558.3 &< S_b \\ 1338.56829462 &< S_b/q \end{aligned}$$

これは、買収後の株価が約1,339円を下回らない限り、買収者が買収を実行することを意味する。

次に、私的利益が10億円の場合を検討する。式2に示す買収者が買収を実行する条件について、仮に私的利益 C_b を10億円とすると、次の式が得られる。

$$\begin{aligned} P &< \pi S_b + C_b \\ 4,766,691,670 &< 0.3994 \times S_b + 1,000,000,000 \\ 9,430,875,488.23 &< S_b \\ 1080.41722094 &< S_b/q \end{aligned}$$

これは、買収後の株価が約1,080円を下回らない限り、買収者が買収を実行することを意味する。

社会的に望ましい買収が生じる条件

次に、社会的に望ましい買収が生じる条件について検討すると、その条件は、式1から $S_b + C_b > S_s$ である。 S_s は、約64億円(6,407,027,280円)であることが判明しており、仮に、私的利益 C_b を1億円とすると次の式が得られる。

$$\begin{aligned}
 S_b + C_b &> S_s \\
 S_b + 100,000,000 &> 6,407,027,280 \\
 S_b &> 6,307,027,280 \\
 S_b/q &> 722.543829019
 \end{aligned}$$

これは、買収後の株価が約 723 円を下回らない限り、社会的に望ましい買収が生じることを意味する。

また、社会的に望ましい買収が生じる条件である式 1 について、仮に、私的利益 C_b を 10 億円とすると次の式が得られる。

$$\begin{aligned}
 S_b + C_b &> S_s \\
 S_b + 1,000,000,000 &> 6,407,027,280 \\
 S_b &> 5,407,027,280 \\
 S_b/q &> 619.438290189
 \end{aligned}$$

これは、買収後の株価が約 619 円を下回らない限り、社会的に望ましい買収が生じることを意味する。

検討

C_b を仮に与えたものであるため、この数字自体には意味はないが、私的利益が増加すると①買収者が買収を実行する条件は緩くなり、また、②社会的に望ましい買収が生じる条件も緩くなることが分かる。さらに、買収者が買収を実行する条件と社会的に望ましい買収が生じる条件を比較すると、買収者が買収を実行する条件のほうが、社会的に望ましい買収が生じる条件よりも厳しい（範囲が狭い）ものになっており、社会的に望ましくない買収が生じる場合には、なぜ、買収者が損失を被るような買収を実行しようとするのかという点も論点になりうるだろう。

VI 結論

企業買収の法制度は、効率性の観点から、望ましい企業買収を促進し、望ましくない企業買収を妨げることを目的とすべきということである。しかし、この切り分けは難しく、望ましい企業買収を妨げることをある程度許容しながら、社会厚生が増加すると確実に見込まれる企業買収のみ実行させるといった法政策や望ましくない企業買収が実行されることを許容し

市場買集めの効率性

つつ、企業買収の件数を増やすために企業買収を実行しやすくするという法政策が考えられる。

本稿では、市場買集めを規範的に分析した。まず、市場買集めと公開買付けは、類似点もあるが、相違点もあることを示した。その上で、市場買集めの規制についても前段落での指摘は該当しうる。すなわち、市場買集めを広く許容することによって、社会的に望ましくない企業買収を一定程度許容しつつ、買収の件数を増やすという法政策や、逆に、市場買集めを規制することで、買収の件数を減らしてでも社会的に望ましくない企業買収を妨げるといった法政策である。

本稿では、市場買集めを効率性の観点から検討した。ここで筆者が示したのは、効率性の観点から妨げられるべき企業買収の条件であり、そのような企業買収を買収者が行うのかといった条件である。効率性の観点から妨げられるべき企業買収が存在することは否定しないが、社会的に望ましい企業買収を過度に阻害しないために、本稿が有益であることを願っている。

留意点

繰り返しになる点も多いが、最後に、本稿の留意点として、次の点を挙げる。

- ・本稿は、説例に基づいて変数の少ない単純なモデルから市場買集めを分析した。単純なモデルであるため、現実世界の複雑さを反映していない場合もあるだろう。本稿は、市場買集めの検討の第一歩であり、より複雑な現実に即した分析に寄与すれば幸いである。
- ・本稿は、前述した通り、株主利益最大化原則を前提とした議論であり、企業買収が利害関係当事者に与える影響を考慮していない。例えば、利害関係当事者である債権者から買収者への利益移転が生じる場合を検討していない⁽⁵²⁾。敵対的買収防衛策の目的が株主利益の確保だけでなく、それ以上の目的を有する場合、本稿の議論は修正を迫られるであろう。
- ・本稿は、株式買集めの文脈で、強圧性を理由として敵対的買収防衛策を発動することに懐疑的な立場をとる。特に強調しておきたい点は、

(52) See Shleifer & Summers, *supra* note 3, at 34–37.

株式買集めに基づき強圧性と学説が呼んでいるもの（前述の通り、筆者は、株式買集めの文脈で用いられている強圧性という用語は、従前の学説における構造的強圧性よりも緩い定義で用いられているように思われる）が発生するとしても、効率性への悪影響が限定的であることである。

- ・本稿では、株価を会社の価値を反映したものとして用いているが、株価の変動は、必ずしも会社の基礎的価値の変動を表しているのではない。社会厚生観点からは、高い株価がそれ自体で望ましいわけではない、社会厚生は、株式の基礎的価値が上昇する場合でのみ増加する⁽⁵³⁾。株式の買集めが行われる場合、①会社の隠れた価値が株価に反映される、②買集めが会社に規律を与えることで株価が上昇する、③買集めによって支配権が移転することで会社の価値が上昇するなど可能性がある一方、これらが生じない場合には、買集めによって一時的に需要が供給を上回り、一時的に株価が上昇するにしても⁽⁵⁴⁾、株価は、長期的には買集め前の水準に戻るであろう。
- ・本稿で議論できなかった論点の一つとして、何に対して株主の判断を行うかという点がある。強圧性を除去した上で、会社を買収されるべきか否かについて株主が判断する機会を得ることが、望ましい買収を促進し、望ましくない買収を妨げる上では重要である。しかし、買収防衛策の発動が買収者からその他の株主に対する利益移転となる場合には、買収の望ましさを措いて、利益移転を目的として買収防衛策の発動に賛成する株主が出てきてしまう⁽⁵⁵⁾。この点については、今後の研究を期待する。

*本稿の執筆に当たり、久保田安彦教授より有益な示唆を得た。ここに記して感謝する。残る誤りはすべて筆者の責任である。本稿は、JSPS 科研費 JP20K01402 の助成を受けた研究成果である。

(53) See Marcel Kahan, *Securities Laws and the Social Costs of Inaccurate Stock Prices*, 41 DUKE L.J. 977, 1029-30 (1992).

(54) See Andrei Shleifer, *Do Demand Curves for Stocks Slope Down?*, 41 J. FIN. 579, 588 (1986).

(55) 星明男「判批」資料版商事法務 462号（2022）110頁。