

株式取得型の企業結合

——より柔軟な企業結合手法の導入に向けて——

中東 正文

第一章 序論

第二章 アメリカ法

第一節 資産融合型の企業結合と株式取得型の企業結合

第二節 三角合併

第三節 株式交換

第四節 小括

第三章 イギリス法

第一節 合併

第二節 強制買取制度

第三節 小括

第四章 わが国での解釈論

第一節 序論

第二節 合併対価の種類に関する解釈論上の争い

第三節 検討

第四節 小括

第五章 立法提案

第六章 結語

第一章 序論

去る平成九年六月一二日に、純粹持株会社の解禁を図る独占禁止法改正法案が、参議院本会議において原案どおり可決、成立した。⁽¹⁾

これにより、今後は、持株会社を軸にしつつ、組織再編を積極的に行うことが可能になったかのように見える。しかしながら、既に指摘もなされているように、持株会社組織を機動的に形成しようと思っても、会社法がそのための仕組みを十分に整備していないという問題点もあるように思われる。⁽²⁾

持株会社関係を形成する方法には種々の類型があり、既に優れた分析もなされているが、それに従えば、⁽³⁾①分社型、②企業買収型、③企業統合型の三つが挙げられる。①分社型とは、多角的な経営を行っている大企業が営業部

門を完全子会社に組織変えし、自らは純粹持株会社として、子会社支配に専念するケースである。⁽⁴⁾ ②企業買収型とは、①とは異なり、他の独立した会社を子会社化し、グループを拡大する場合である。⁽⁵⁾ 最後の③企業統合型とは、現在は独立の複数の会社が、両方を統括する持株会社の傘下に入るタイプであり、現に産業界ではそのような希望が強いとされる。⁽⁷⁾

本稿では、以上の三類型のうち、後二者を検討の対象とする。いずれの場合についても、完全子会社（一〇〇％子会社）として取得ないし統合する場合には、わが国では、株式取得という形での企業結合手法が十分でない点に不都合がある。⁽⁸⁾

以前に公表した拙稿では、アメリカ法に倣って株式交換という手法を、わが国でも導入すべきであるとの立法論を展開した。⁽⁹⁾ 本稿も基本的には右の見解を維持し、これを補強するとともに、若干の発展を探ろうとするものである。なお、持株会社設立のために株式交換制度を導入すべきという考えは、通産省の企業法制研究会（産業政策局長の私的研究会）においても検討されているようであり、一九九七年七月七日に開催された会合でも、「我が国企業組織関連制度の見直しについて」と題する報告書案が検討され、その中に、株式交換制度の商法における導入が盛り込まれていたとされる。⁽¹⁰⁾ 新聞報道でも、通産省は、株式交換方式の解禁などを、一九九八年一月をめどに法務省に働き掛ける予定であるとされる。⁽¹¹⁾

また、これらの動きに先立って、企業結合手法のあり方については、新しい視点からの議論もなされつつある。⁽¹²⁾ ここで、本稿においては、この点も踏まえた上で、私見を展開するよう試みたい。

以下では、株式取得型の企業結合手法を有する代表的な国として、まず、アメリカ法を概観する（第二章）。次いで、理念を異にしつつも、同様の結果を得ることを可能とする手法を取り込んでいるイギリス法を概観する（第三

章)。その後に、わが国での解釈論の到達点を把握するように努め、立法による手当てを考える際の基礎を固めるよう試みたい(第四章)。その結果を踏まえ、どのような形での提案が望ましいのかを簡単に論じる(第五章)。そして、最後に本稿の結論を確認した上で、今後の検討課題を示して、結語としたい(第六章)。

(1) 商事法務一四六〇号四〇頁(一九九七年)参照。法案の内容は、商事法務一四五二号四頁(一九九七年)を参照。

(2) 中村直人「ビジネス法務——企業は持ち株会社化できない?!——独占禁止法改正だけでは不十分」日経ビジネス一九九七年五月二六日号一二二頁参照。

(3) 藤田友敬「持株会社の設立」商事法務一四三二号四頁(一九九六年)。その他にも、例えば、發知敏雄「箱田順哉」大谷隼夫『持株会社の実務』五五—六五頁(東洋経済新報社、一九九七年)、武藤泰明「持ち株会社のすべて」四六—五〇頁(日本経済新聞社、一九九七年)参照。

(4) 藤田・前掲注(3)四頁。

(5) 藤田・前掲注(3)六頁。

(6) 藤田・前掲注(3)七頁。

(7) 江頭憲治郎「純粹持株会社をめぐる法的諸問題」商事法務一四二六号二頁、六頁(一九九六年)参照。拙稿「アメリカ法上の三角合併と株式交換」中京法学二八卷二号一頁、五—六頁(一九九四年)も参照。

(8) 完全子会社という形での取得ないし統合のメリットについては、拙稿「前掲注(7)四—八頁。右論文でも一応は言及しているが(七頁)、完全子会社に対しては、部分子会社に対するのに比べて、救済措置をとった場合に、親会社の取締役の責任が問われる可能性が小さくなるというメリットもある。この点に関しては、近藤光男「グループ企業救済融資と取締役の責任」代行者ト一一七号一頁(一九九七年)ほか参照。

- (9) 拙稿「前掲注(7)三四—三九頁。拙稿「企業結合手法の柔軟化——アメリカ法上の合併と株式交換——」私法五七号二五六頁、一六〇—六一頁（一九九五年）。
- (10) 「ニユースNEWS——通産省の企業法制研究会、企業組織関連制度の見直しに係る報告書案を検討」商事法務一四六三号四八頁（一九九七年）。また、前田雅弘教授も、「純粹持株会社を利用する上で実務的には、純粹持株会社の形成方法の問題（株式交換方式の導入の必要性など）が重要である」とされる（前田雅弘「持株会社」商事法務一四六六号二三頁、二四頁注(4)（一九九七年）。
- (11) 日本経済新聞一九九七年八月七日「通産省が持ち株会社支援——商法改正を要求」。
- (12) 例えば、江頭憲治郎「結合企業法の立法と解釈」二六一—二六九頁（有斐閣、一九九六年）。

第二章 アメリカ法

第一節 資産融合型の企業結合と株式取得型の企業結合

企業結合には、大きく分けて、資産を融合してしまう形で行うもの（資産融合型の企業結合）と、当事会社の資産を別個に分けたままで結合を図る形のもの（株式取得型の企業結合）とが存在する。⁽¹⁾

資産融合型の企業結合の典型例は、二つの当事会社が直接に合併する場合であり、これが遂行されると、二つの会社はあたかも一つの会社になったかの如く融合する。ここでは、両当事会社の資産は一つの大きな器に混在する

ことになり、出所がいずれかは法律的問題にならない。また、当事会社の株主についても、消滅会社の株主が存続会社の株式を受け取る限りは、融合がなされることになる。

買収会社に対して被買収会社の全資産が譲渡されると、そこでも財産の融合が生じる。もしも、被買収会社が資産譲渡の対価として買収会社の株式を受け取り、これを株主に残余財産として分配するのであれば、株主についても、融合がなされることになる。

以上の類型に対して、株式取得型の企業結合においては、当事会社の資産が融合することはない。各会社は、それぞれ、法律的に別個の法人であり続けるのである。例えば、ある会社が他の会社の株式を公開買付によって六〇%取得したとする。この場合には、買収会社が被買収会社に影響力を行使することが実際にあったとしても、両会社はあくまでも別個の法人である。この結合形態を徹底したのが、被買収会社の株式の一〇〇%を取得する形での企業結合である。

第二節 三角合併

アメリカにおいては、制定法上の合併を用いて、買収対象会社を独立の法人のまま、その発行済株式の全部を取得することが可能となっている。この手法が三角合併 (triangular merger)⁽²⁾ と言われるものである。このような名で呼ばれるのは、その関係を図に表した場合に、三つの会社が当事者となって現われるからである。⁽³⁾

三角合併においては、対象会社 (T)、買収会社 (A)、および、A の完全子会社 (S) が関係する。S は通常何ら事業を営んでいない殻会社 (shell company) である。合併は、T と A との間でなされるのではなくて、T と S と

の間で行われる。この点が重要である。いずれが存続会社になるかは場合によって異なるが、Tの株主に対して、合併対価としてAの株式が交付される。その結果、Tの株主はAに吸収され、Aの完全子会社として合併後のTまたはSが存続することになる。

このように、法律的な分析からは、三角合併とは、存続会社または消滅会社の親会社の株式を合併対価として遂行される合併であると言え表わすことができる。アメリカにおいては、合併に際して、消滅会社の株主に対し存続会社の株式以外の対価を交付することが一般的に認められている。⁽⁵⁾ 模範事業会社法一一・〇一条(b)項(1)号によれば、合併計画には、「各当事会社の株式を、存続会社の株式、社債その他の証券、または、全部もしくは一部を、現金その他の財産に転換する方法および基準」が記載されなければならない。⁽⁷⁾ わが国における伝統的な通説によれば、吸収合併に際して消滅会社の株主に支払われるべき対価は存続会社の株式でなければならないとされてきたから、従来、このような合併は実行することができないと考えられてきた。⁽⁸⁾

対象会社Tの株主に対して買収会社Aの株式が交付されるのであれば、Tの株主にとっては、両当事会社が直接合併したのと同様の経済的地位に置かれることになる。投資の対象は大きく変容する可能性があるが、もともと保有していた会社に対する投資は継続することになるのである。仮にこのような制度がわが国に導入されたとしても、現在の日本法の枠組みを大きく変化させることはなからう。

これに対して、Tの株主に対して現金等が交付されることも、アメリカでは原則として許されている。⁽⁹⁾ Tの株主は投資を継続する機会を奪われることになる。⁽¹⁰⁾ これを締め出し合併(freezeout merger/squeezeout merger)というが、既に述べたように、日本ではこのような合併は認められないと解するのが従来通説である。ただ、最近では、このような合併も認めてよいとの見解が有力になってきていることは後述する通りである。このような場合をも三角

合併に含めるかという問題が一応あり得るし、厳密に言えば、買収会社Aが直接の関係主体にはなっていない以上、否定的に考えるべきであろう。⁽¹²⁾

広い意味での——合併対価が買収会社Aの株式に限られない——三角合併は、通常の企業買収において威力を発揮しており、大いに活用されている。これは、先の分類からは第二類型にあたる。第一段階の公開買付等によって必要な数の対象会社株式を取得して、その後前述のような第二段階の合併を行うことによつて、買収会社は対象会社を自己の完全子会社にすることができるのである(二段階公開買付)。わが国でも、平成七年度に経済企画庁が第一勧銀総合研究所に委託して実施した「対日直接投資促進のための我が国M&A環境整備に関する調査」の成果において、三角合併の導入が示唆されている。⁽¹³⁾それによれば、「独占禁止法が改正され、持ち株会社が容認されるに伴い、M&Aの自由度を増すためには、会社法上……三角合併の導入を検討することが課題となり、合併対価として、自社の株式だけでなく、親会社の株式や金銭を対価にすることを認めることが課題となる」という。⁽¹⁴⁾

このように三角合併は、対象会社の株式を一〇〇%取得することを可能とするものであるが、その要点は、「多数決ルールの見事さ (Beauty of majority rule)」にあると言えよう。言い換えれば、合併という団体法ないし組織法上の行為を利用するためには、反対株主を拘束することが可能となるのである。⁽¹⁵⁾

第三節 株式交換

先に見たように三角合併は、対象会社の株式の全部を取得する方法として、個々の既存株主から同意を得ることを必要としない点で、経済界からの要望によく応えるものであろう。しかしながら、その実行過程で殼会社を設立

しなければならないのは迂遠である。端的に、対象会社の会社行為（corporate action）を通して、買収会社が対象会社の株式の全部を取得することができるならば、随分と簡潔な仕組みになろう。このような発想の下に、一九七〇年代に入って、各州の会社法に取り入れられたのが、株式交換（share exchange）である。⁽¹⁷⁾

株式交換とは、買収会社が対象会社の会社行為を通してその全株式を取得する取引をいう。模範事業会社法一一・〇二条によれば、株式交換を行うためには、各当事会社の取締役会決議を経て、対象会社の株主総会がこれを承認することが必要となる。例えば、買収会社（A）が対象会社（T）と株式交換取引を行うと、Tの株主に対しては、その有するT株式と交換にA株式が交付されることになる。⁽¹⁸⁾ これにより、Aは、Tを独立の会社としたままで、その全株式を取得することができる。株式交換という名称にもかかわらず、買収会社は対象会社の株主に対して現金等を支払ってもよい。株式交換に関する規定は、一九九五年一月一日現在、四三の法域で設けられている。⁽²¹⁾ この規定を採用する州は、年々増加している。⁽²²⁾

とはいえ、株式交換規定は、それほど利用されている訳ではない。⁽²³⁾ 三角合併の手續を簡易化するという立法趣旨⁽²⁴⁾に問題があるという訳ではなさそうである。むしろ、制度としては良く出来てはいるものの、それを利用するような環境が整っていないだけのように思われる。⁽²⁵⁾ 金融機関が持株会社組織を形成するという場面では、実際に、株式交換取引が活用されている。⁽²⁶⁾ 二つの会社が核となる殼会社と順次株式交換を行えば、もとの二つの会社を完全子会社とする持株会社が形成される。このようにして、持株会社の株式を各子会社の旧株主が保有するといった形で企業結合も可能となる。このような利用状況からみると、株式交換規定は、冒頭で掲げた三つの類型のうち、③企業統合型の持株会社（独立の複数の会社が両方を統括する持株会社の傘下に入るタイプ）でも活用されることが期待できるであろう。

現在までのところ、このタイプの持株会社の設立のためには、抜け殻方式が有力視されている。すなわち、複数の当事会社が各々完全子会社を設立した上で、それに営業の全部を現物出資し（財産引受、事後設立等を含む）、いわば抜け殻となった本体同士が合併するというものである。自分自身が持株会社化する段階では、課税を免れることが可能である。²³⁾

この方式を前述の株式交換と比較するとどうか。法的な手続に関しては、株式交換の方が格段に優れているように思われる。第一に、株式交換による企業統合型の持株会社の設立の方が、抜け殻方式よりも、手順の数が僅かながら少なく済む。²⁴⁾ 第二に、抜け殻方式においては、完全子会社への営業譲渡につき、個々の積極財産につき、権原移転手続を行わなくてはならない。例えば、不動産については移転登記が（民法一七七条）、債権については債務者に対する通知または債務者からの承諾が（民法四六七条）、一つひとつのものについて必要になる。この点、株式交換という手法を用いれば、操作の対象となるのは株式のみであり、財産の移転手続は全く問題にならない。第三に、抜け殻方式においては、当事会社が有する債務を完全子会社に引き受けさせ、抜け殻となる会社が免責されるとは限らないという問題もある。このような問題も、当事会社の財産関係に何ら影響を与えない株式交換においては、生じ得ないものである。

税法の問題についてみよう。既に述べたように、株式交換では資産の移転は一切ないので、その面での課税は考える必要はない。この点でも、株式交換という手法は、抜け殻方式に劣るものではない。ただ、株券の交換が行われるので、この面を捉えて課税の対象とされる余地がない訳ではない。しかしながら、この点は、合併と同様に取扱い扱うべきであり、抜け殻方式による場合の最終段階の合併と同様に処理されることになろう。したがって、仮に課税関係が生じるとしても、株式交換の方が抜け殻方式に比べて、実務上不便であるということはない。立法論と

しては、株式の対価として株式を交付している限りは、原則として、非課税の処理がなされるべきであろう。³⁰⁾
以上で見たように、アメリカ法上の株式交換という手法は、わが国で予定されているような抜け殻方式に比べて、実務上も優れたものであると考えられる。これは、第二類型の場合であろうと、第三類型の場合であろうと異なるものではない。

第四節 小括

以上で述べたように、持株会社の設立にあたっては、株式取得型の企業結合手法が有用であり、立法論としては、株式交換という手法をわが国にも導入することが望ましいと考えられる。³¹⁾ とりわけ金融持株会社については、完全子会社として持株会社組織を形成することが望ましいとされているが、株式公開買付のみによってこれを達成することは実際上不可能であろう。³²⁾

アメリカ法を参照することによって得られる示唆は、(三角)合併またはその延長としての株式交換という団体法・組織法上の会社行為によつて、株式取得型の企業結合を可能としてきた点である。そこでは、個々の株主の意思は問題とされず、株主全体としての集団的意思決定のみが重視される。これがまさに、多数決の見事さなのであり、それは反面、多数決の限界はどこにあるかという問題を提起するのである。³³⁾

(1) 分類の仕方はやや異なるが、企業結合の類型化の先鞭であり、かつ模範となるものとして、Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation* 215-51 (1976)。

- (2) 三角合併については、岸田雅雄教授による優れた研究が、二〇年も前になされていた。岸田雅雄「企業結合における公正の確保(一)」神戸法学雑誌二六卷二号三四頁、二五三—五七頁(一九七六年)。See also Robert C. Clark, *Corporate Law* 430-33 (1986).
- (3) 拙稿「アメリカ法上の三角合併と株式交換」中京法学二八卷二号一頁、一三一—一五頁(一九九四年)参照。
- (4) 詳しくは、拙稿・前掲注(3)一三一—一五頁を参照。
- (5) *Model Business Corporation Act Ann. §11.01 Statutory Comparison* 2 (3d ed. 1984 & Supp. 1996). これによれば、一九九五年一二月一日現在で、二つの法域を除いて、株式以外の財産への転換が認められているとされる。
- (6) *Model Business Corporation Act Ann. §11.01*.
- (7) なお、消滅会社の株式会社だけではなく、存続会社の株式もが転換の対象とされているために、Tの株主にAの株式などを交付して、TをAの完全子会社とすることが可能になっている(逆三角合併)。
- (8) 藤田友敬「持株会社の設立」商事法務一四三二号四頁、七頁(一九九六年)参照。この点については、第四章で再び取り扱う。
- (9) デラウェア州では、合併が完全に公正であること(entire fairness)が必要とされており、その中身は公正な行動(fair dealing)と公正な価格(fair price)の二つの審査基準からなる。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701, (Del. 1983). これは非常に著名な判決であり、ケースブックなどでも大きく取り扱われている。邦語文献でも、同判決を取り扱うものは多く、例えば、柴田和史「合併法理の再構成(五)——吸収合併における合併対価の検討——」法学協会雑誌一〇六卷一一号二〇〇一頁、二〇三—四頁以下(一九九九年)、拙稿「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー(一)」名古屋大学法政論集一三七号六九頁、一〇八頁以下(一九九一年)。合併対価として許される財産の種類に関する歴史的研究としては、前述の柴田論文が最も詳しく、本国アメリカでの研究を凌駕するほどである。現在の法状況を簡潔に整理したものととして、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』二六五頁注(8)(有斐閣、一九九六年)が優れている。
- (10) 但し、買収会社Aの株式が公開されている場合には、対象会社Tの旧株主は合併交付金でAの株式を買うことができるから、

- 投資の継続が完全に断たれる訳ではない。その意味で、問題が深刻であるのは、Aの株式が公開されていない場合である。江頭・前掲注(9)二六二頁、藤田・前掲注(8)一二頁注(48)参照。もつとも、Aは、税金や証券売買手数料等の負担を負わなければならない可能性がある。
- (11) 藤田友敬助教授は、「従来から提唱されてきた交付金のみを対価とする合併も認められるとする少数説が、持株会社解禁論を機に、力を得ることになるかもしれない」とされる。藤田・前掲注(8)八頁。
- (12) クラーク教授も、そのような用語の使い方をされているようである (See Clark, supra note 2, at 430-31, 501-02)。また、模範事業会社法の注釈書も、株式を現金その他の財産に転換する場合 (cash merger) と、合併当事会社以外の株式に転換する場合 (triangular merger) とを区別している。See Model Business Corporation Act Ann. §11.01 Statutory Comparison 2.
- (13) 経済企画庁調整局対日投資対策室編『対日M&Aの活性化をめざして』二二二―二四頁（大蔵省印刷局、一九九六年）。
- (14) 経済企画庁調整局対日投資対策室編・前掲注(13)二二四頁。この調査では、ある会社の子会社が他社と合併する場合に、その他の株主が子会社の少数株主になることを望むかという問題意識が出发点になっている（二二三頁）。このことが、場合によっては被買収会社の株主を合併に抑制的にさせるのではないかとの危惧が示されている（二二四頁）。
- また、日本経済新聞一九九七年九月一日「動き出す金融持ち株会社^①」によると、大蔵省は金融持株会社の形成につき、三合合併方式を導入することを検討している。
- (15) Clark, supra note 2, at 432.
- (16) その意味でも、藤田助教授が述べておられるように、少数株主の締め出しの可能性は、多数決によってできる組織の変更の限界の問題である。藤田・前掲注(8)八頁。
- (17) 拙稿・前掲注(3)二四四頁。会社法の変遷の歴史と株式交換規定の関わりについては、拙稿・前掲注(3)二四二―二六頁参照。
- (18) See Model Business Corporation Act Ann. § 11.02.

- (19) Model Business Corporation Act Ann. § 11.02. 州によっては、株主総会の承認を不要とする例もあるが、ここでは詳しくは取り扱わない。
- (20) 図で表すと、拙稿・前掲注(3)二四頁の図4のようになる。
- (21) Model Business Corporation Act Ann. §11.02 Statutory Comparison.
- (22) 拙稿・前掲注(3)二八頁注(9)参照(一九九一年一月二五日現在では、三八の法域で採用されていた)。株式交換規定の歴史的展開については、同二五―二六頁を参照されたい。
- (23) 拙稿・前掲注(3)二六―二七頁。
- (24) See Model Business Corporation Act Ann. §11.02 Official Comment.
- (25) 拙稿・前掲注(3)二七―二八頁参照。このような分析から、拙稿では、三角合併の利用を可能とするような法改正よりも、株式交換規定の創設の方が望ましいと提言をした。
- (26) 拙稿・前掲注(3)二六―二七頁参照。
- (27) 藤田・前掲注(8)七頁。以下の叙述も、藤田論文に負う。また、江頭憲治郎「純粹持株会社をめぐる法的諸問題」商事法務一四二六号二頁、六頁(一九九六年)参照。
- (28) 江頭憲治郎「持株会社の設立」資本市場法制研究会「持株会社の法的諸問題」一八頁、一九頁(資本市場研究会、一九九五年)、藤田・前掲注(8)七頁参照。完全子会社への営業譲渡が特定現物出資となり課税が繰延べられるとされる(藤田・前掲注(8)一二頁注(4))。
- (29) 二社を統合する場合で比較してみよう。株式交換の場合は、①持株会社となる般会社を設立し、②この般会社と一方の会社との間で株式交換を行い、さらに、③持株会社と残りの会社との間で株式交換を行うという手順である。これに対して、抜け般方式の場合には、①完全子会社である般会社を設立し、②一方の会社の営業の全部をこれに譲渡(現物出資、財産引受、事後設立

- 等）する（①と②の過程はまとめて一つと見ることもできる）。これと並行して、③もう一つの殼会社を設立し、④他方の会社の営業の全部をこれに譲渡する。その上で、⑤抜け殻となった会社同士を合併するのである。手続が煩雑になるほど、瑕疵がある過程が存在しやすくなり、したがってまた、訴訟上の争いを生む可能性が一層大きい。
- (30) 株式交換を立法化する場合には、商法の改正だけではなく、税法上も本文で述べたような処理がなされるような措置が採られるべきである。この点に関するアメリカの税制については、拙稿・前掲注(3)二八頁、二二頁注(6)を参照されたい。
- (31) 簡潔ながら示唆深い叙述として、川浜昇「持株会社の機関」資本市場法制研究会『持株会社の法的諸問題』六六頁、八三頁、九二頁注(48)（資本市場研究会、一九九五年）参照。
- (32) 森本滋教授は、「金融持株会社の制度趣旨並びに子会社株主の保護、さらに、企業集中問題に配慮するとき、金融持株会社の子会社は一〇〇%子会社を原則形態とすべきである」とされる。森本滋「金融持株会社の法的問題——証券持株会社に配慮して——」資本市場研究会編『日本版ビッグバン成功への課題——国際資本市場の新たな動向二——』六一頁、九二頁（財経詳報社、一九九七年）。森本滋「純粋持株会社と会社法」法曹時報四七卷一二号一頁（一九九五年）も参照。金融持株会社に限らなくても、子会社は完全子会社である方が、企業結合法制を欠いているわが国では望ましいと意見も強い。上村達男「独禁法関連法体系は未整備——『解禁』につきまとうこれだけの危険」エコノミスト一九九七年四月一日号四四頁、四五頁。
- (33) 藤田・前掲注(8)八頁参照。なお、拙稿・前掲注(3)三九頁注(9)も参照。

第三章 イギリス法

第一節 合併

イギリスにおいても、わが国やアメリカなどでいうところの「合併」も存在する。しかしながら、会社の基礎的変更に関する個々の概念や用語は、必ずしも確立されたものではない。⁽¹⁾多種多様な用語が用いられるが、どの表現にしても、他の取引との区別を明確にした定義を与えるものではない。一般的に言えば、「再構築(reconstruction)」、「組織変更(reorganization)」および「整理計画(scheme of arrangement)」⁽²⁾という表現が用いられると、当事会社が一つである場合を指すものとされる。とりわけ整理計画という用語は、株主の権利だけではなく、債権者の権利もが変更を受ける場合に、より一般的に使用される。これらに対して、当事会社が複数の場合には、「合併(amalgamation; merger)」という用語が用いられるのが一般的である。これには、いわゆる吸収合併も新設合併も含まれるが、実際に行われる「合併」のほとんどは、公開買付を通して行われるものである。つまり、イギリスにおいては、「合併」という表現が採られていても、それは、株式取得型の企業結合を意味することの方が多いためである。

資産融合型の企業結合は、頻繁に行われることはないが、行われるとすれば、上述の整理計画に関する規定を利用するのが通例である。⁽³⁾整理計画については、一九八五年会社法の第四二五条から第四二七 A 条に規定が設けられている。⁽⁴⁾第四二五条から第四二七条は、一九四八年会社法の第二〇六条から第二〇八条を引き継いだものである。一九八五年会社法四二七 A 条は、ECの第三指令を受けて、公開会社の(狭義の)合併に関する規定を整備するため

に、一九八七年の改正で挿入された⁽⁵⁾。同条に関しては、付則一五B (Schedule 15B) がさらに詳細を定めている。⁽⁶⁾ 一九八五年会社法四二七A条(1)項(a)号などにおいては、わが国やアメリカでいうところの合併については、アマルガメーション (amalgamation) という用語が用いられている。そこで、以下では、とくに断わらない限り、整理計画の一種であるアマルガメーションを指して「合併」と呼ぶことにする。

イギリス法上の合併について触れた邦語文献は多くないので、⁽⁷⁾ 公開会社の合併に関する手続等について、ごく簡単に紹介しておくことにしよう。合併の計画がまとめられると、まず最初に、合併当事会社は、裁判所に申し立て、各クラス毎に債権者集会および株主総会を招集することを認めてもらわなければならない⁽⁸⁾。そして、その債権者集会および株主総会において決定がなされるのであるが、各々のクラスにおいて、出席した者の頭数で過半数、価値において四分の三以上の賛成が必要となる。⁽⁹⁾ この結果は裁判所によって許可されなければならない。⁽¹⁰⁾ この裁判所の許可決定においては、資産および負債の包括承継を認める旨の条項を設けることができ、⁽¹¹⁾ この点が、整理計画の優れた点であるとされる。⁽¹²⁾ 公開会社の合併については、さらに詳細な規定が設けられており、合併計画には株主の割り当てに関する事項を記載しなければならない⁽¹³⁾ とか、合併当事会社の株主に対する情報開示が徹底されており、⁽¹⁴⁾ 併検査役の報告書 (expert's report) が添付されなければならないことになっている。⁽¹⁵⁾

以上のように、合併を遂行するには、わが国やアメリカに比べて、非常に厳格な手続を遵守しなければならない。とりわけ、①株主総会の承認だけではなく、債権者集会の承認もが必要とされている点、および、②債権者集会および株主総会の決議要件が、頭数制をも取り入れた上に、出席した者が有する価値の四分の三以上もの賛成を得なければならない点⁽¹⁶⁾ が大きな障害となろう。このような事情から、先にも述べた通り、イギリスにおいては、⁽¹⁷⁾ 制定法の上では合併が不可能ではないにもかかわらず、それが利用されることはめったにない⁽¹⁸⁾ のである。⁽¹⁹⁾

別の見方をすれば、イギリス会社法の整理計画には、契約法的な発想が色濃く残っているということが出来るであろう。⁽²³⁾では、イギリスにおいて企業結合を推進する上で、大きな不都合があったかという点、そのような事実は存在しない。むしろ、株式取得型の企業結合手法を発達させるという形で、実際上の弊害を回避してきたのである。⁽²⁴⁾公開買付にせよ、株式の売手と買手の契約であり、常にイギリスでは契約的な発想から法制度が組み立てられていたとみてよからう。ただ、公開買付のように完全に個人の意思を尊重する立場を徹底すると、対象会社の株式の全部を取得するといった具合に、完全な企業結合を行うことができないのではないかと疑問がある。この問題を解決したのが、株式の強制買取 (compulsory acquisition) という制度である。この点を、次の節でみることにしよう。

第二節 強制買取制度

少数株式の強制買取とは、株式の買付者が、一定の要件を満たした場合に、その申込を承諾しなかった残余の少数株式を強制的に買い取ることをいう。⁽²⁵⁾

現行法では、⁽²⁶⁾少数株式の強制買取はおおよそ次のような形で行われる。株式買付申込 (takeover offer)⁽²⁷⁾が、その申込の日から四か月以内に、申込に関連する対象会社株式の額面の一〇分の九以上——この算定にあたっては、申込者等が既に保有していた株式は無視され、分母にも分子にも組み入れられない——の承諾をうけた場合において、申込者 (法人でも自然人でもよい) は、その時点から二か月以内に、残余株主に対してその持株の買取を欲する旨を告知することができる。⁽²⁸⁾そのような告知を行った場合、申込者は先の申込と同一の条件において、これらの株式を

取得する権限を有し義務を負う。²⁸⁾ 但し、反対株主には裁判所への異議申立権が認められており、裁判所は強制買取を認めずまたは買取条件を変更することができる。²⁷⁾ 他方で、90%要件が満たされない場合であっても、所定の要件が満たされていれば、申込者は、裁判所に申立をして強制買取を告知する権限を与えられる余地がある。²⁸⁾

強制買取に関する規定は、一九二八年に初めて設けられた。²⁹⁾ これは、一九二五―二六年のグリーン委員会（Greene Committee）の勧告を受けたものである。一九二八年の規定は、一九二九年会社法で統合された。これとほぼ同じ時期に、アメリカにおいては、合併の手続が緩やかにされるといふ動きが広がっていた。³⁰⁾ すなわち、一九世紀のアメリカにおいては、会社の合併等、会社の事業を基礎的に変更するためには、株主全員の同意が必要とされていた。これは、会社関係が株主相互間の契約であり、全ての株主は既得権（vested right）を有すると考えられたためである。ところが、一八九〇年代から二〇世紀の初頭になると、合併に全員一致の同意を要求することは望ましくないと認めが広まってきた。経済界からの要望に応じて、多くの州の立法者は、各当事会社の取締役会の承認と過半数または特別多数の株主の承認があれば、会社は合併を遂行し得ることとした。³¹⁾ これにより、アメリカでは合併による企業結合の拡大という歴史的な方向づけがなされ、他方で、イギリス法は株式取得による企業結合の拡大という道を歩み始めることになったのである。³⁴⁾

その後、一九四五年のコーエン委員会（Cohen Committee）の勧告を受けて、一九四七年に若干の改正がなされている。改正後の規定は、そのまま一九四八年会社法で統合された。³⁷⁾ 一九六二年にはジェンキンズ委員会（Jenkins Committee）の勧告が公表されているが、直ちには取り入れられることはなかった。一九八五年会社法は、内容上の変更を何ら施すことなく、一九四八年法の強制買取に関する規定を統合している。³⁹⁾ 翌一九八六年には、金融サービス法（Financial Service Act）⁴⁰⁾ に伴って、強制買取に関する規定にかなり大掛りな改正が加えられた。⁴¹⁾ とはいえ、基本

的な枠組が変更された訳ではなく、強制買取の手續が嚴格化されるとともに現代化され、また、特に頻繁に利用されるようになっていた公開買付との連絡がより図られたのである。この改正では、ジェンキンス委員会の勧告がかなり取り入れられている。⁴³⁾このような数度の改正や統合を経たものの、強制買取に関する規定の枠組みは、制定当初から大きな修正を受けてきてはいない。一連の改正での一番の課題は、どのような承諾要件を設けるべきかにあった。

強制買取制度がイギリスにおいて果たしてきた機能としては、次の三点が挙げられよう。第一は、少数株主による多数株主に対する抑圧ないし嫌がらせを防ぐ機能である。グリーン委員会はこの点を理由として同制度の導入を勧告している。⁴⁴⁾第二は、第一点の別の側面ともいえるが、少数株式の強制買取を認めることにより企業結合を促進する機能である。⁴⁵⁾経済界からの要請という視点からは、子会社を完全子会社化すれば、グループ全体の利益に適う形でそれを経営することが容易になる。第三は、死亡または所在不明の株主から株式を取得することを可能にする機能である。元来は第一の機能が強調されてきたが、今日では第二および第三の機能が重視されているようである。本稿は、第二の機能に主として注目している。

なお、強制買取においては、買取対価が第一段階の株式買付申込の対価と同じとされていることから、対価を現金とすることも可能である。むしろ、現金が利用されるのが普通であるとも推察され、そこには、現金による残余少数株主の排除の問題が潜んでいる。

このように株式買付申込者に強制買取を与える一方で、イギリス会社法は、残余の少数株主にも買取請求権を与えており、公開買付が成功して少数株主の地位に陥った者に対して、そのような境遇から離脱することを認めている。⁴⁷⁾強制買取権に買取請求権を対置させるというバランス感覚は、わが国の立法論を考える上でも、見習うべき点

であらう。⁴⁹

第三節 小 括

以上で見たように、イギリスにおいては、株式取得型の企業結合が大いに普及し、それを徹底する手法として、強制的な株式買取という制度が活用されている。現金のように買取者の株式以外の財産をも対価となし得るから、残余の少数株主の排除を可能とする法制度となっている点は、アメリカ法と共通する。その意味では、そのような株式の強制的な収用を許す何らかの理屈が必要とされるであらう。この点については、次章以下で論じることにする。ただ、ここで確認しておきたいことは、イギリス法においては、団体法・組織法上の多数決原理によつて完全な形での株式取得型の企業結合を可能としている訳ではない点である。イギリスにおいては、あくまでも個々人の意思決定が基盤とされているのであり、大多数（九〇％）の株主と異なった評価をしている者のみが、会社から排除される可能性があるのである。公開買付の延長線上に、残余株式の買取が位置付けられていることに注意したい。⁴⁹

(1) See Gower's Principles of Modern Company Law 757 (6th ed. 1997) [hereinafter Gower's]. この段落での以下の叙述は、同書の同頁の記述に基本的によつてゐる。

(2) この訳語は、浜田道代「国際的な株式公開買付けを巡る問題」証券研究一〇二号七三頁、七六頁（一九九二年）に倣つた。

(3) 浜田・前掲注(2)七七頁。

(4) Companies Act, 1985, §§ 425-427A.

- (5) 浜田・前掲注(2)七七頁。
- (6) 一九八七年当時は、付則一五Aとして定められたが、一九八九年会社法により番号が繰り下げられた。規定の変遷に関しては、Gower's, *supra* note 1, at 762 など参照。なお、以下で現行法として参照する規定は、Butterworths *Company Law Handbook* (10th ed. 1995) によった。
- (7) 難解な構造を要領よくまとめた文献として、浜田・前掲注(2)七六―七七頁がある。本稿もこれに負うところが大きい。
- (8) *Companies Act, 1985, §425(1)*.
- (9) *Id.* § 425(2).
- (10) *Id.*
- (11) *Id.* § 427(1)-(3)(a).
- (12) Gower's, *supra* note 1, at 765-66.
- (13) *Companies Act, 1985, §§ 427A, Sch. 15B*.
- (14) *Id.* § 427A Sch. 15B para. 2(2)(b). この点から、締め出し合併のようなものは許されていないと考えられる。
- (15) *Id.* para. 3.
- (16) *Id.* para. 5.
- (17) *Id.* para. 3(d).
- (18) 浜田・前掲注(2)七七頁。
- (19) Gower's, *supra* note 1, at 766.
- (20) 浜田道代教授は、「合併規制のあり方を見れば、多数決による全体的な意思決定によって個々人の同意に置き換えることを安易には認めない、イギリス会社法における個人主義の徹底ぶり頑固なまでの保守性を窺い知ることができる」とされる。浜田・

- 前掲注(2)七七頁。
- (21) 浜田・前掲注(2)七七―七八頁参照。
- (22) イギリス法の簡潔なまとめとして Butterworths Company Law Guide 320-22 (3d ed. 1995)。
- (23) Companies Act, 1985, §§ 428-430F, as amended by Financial Service Act, 1986, § 172 Sch. 12.
- (24) 株式買付申込とは、対象会社の株式の全部または一つまたは複数の種類の株式の全部を買い付ける旨の申込をいう (id. §428(1))。
- (25) Id. § 429(1)(2).
- (26) Id. § 430(2).
- (27) Id. § 430C(1).
- (28) Id. § 430C(5).
- (29) Companies Act, 1928, 18 & 19 Geo., ch. 45, § 50.
- (30) Company Law Amendment Committee, Cmd. No. 2657, at paras. 84-85 (1926).
- (31) Companies Act, 1929, 18 & 19 Geo., ch. 23, § 155.
- (32) 例えば、岸田雅雄「企業結合における公正の確保(二)——アメリカ法を中心として——」神戸法学雑誌二六卷二号二三四頁、二三九―二四三頁（一九六七年）、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(四)」法学協会雑誌九八卷二二号一六三八頁（一九八一年）、柴田和史「合併法理の再構成(三)——吸収合併における合併対価の検討——」法学協会雑誌一〇五卷四号四四六頁、四八七―四九八頁（一九八八年）、拙稿「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー(二)」名古屋大学法政論集一三七号六九頁、七九―八〇頁（一九九一年）。
- (33) これより以前にも、個別立法によって合併が授權された場合や、特定の業種に限定した会社法においては、多数決による合併

を認めるものがあつた。拙稿「一九世紀における鉄道会社の合併におけるニューヨーク州法の展開」名古屋大学法政論集一六七号一六七頁（一九九七年）参照（とりわけ一七〇頁注⑥）。

- (34) イギリス法の歴史的展開に関する次の叙述が興味深い。すなわち、「法的な合併は会社法による手当てがなければ行い難いものであるのに対し、支配株式の取得によれば、株式の譲渡性の確立以外には特別な法的手当てが、たとえ何もなされていないとしても、事実上合併と類似した企業結合の効果を生じさせることができる。したがつて、合併の法的手当てに乏しいイギリス会社法の下で、イギリスの会社の多くは、株式の自由譲渡性を用いて企業結合を図る道を選んだ。そして、イギリスの立法当局も、むしろ後者の道の交通規制と、その一層の利便を図る法的手当ての整備に、主力を注ぐことになつたのである」。浜田・前掲注(2)七七—七八頁。同九三頁も参照。

(35) Report of the Committee on Company Law Amendment, Cmd. No. 6659, at para. 141 (1945).

(36) Companies Act, 1947, 10 & 12 Geo. 6, ch. 47, § 11.

(37) Companies Act, 1948, 11 & 12 Geo. 6, ch. 38, § 209. 一九四八年会社法に関する邦語文献としては、酒巻俊雄「早川勲」テークオーバー・ビッドと少数株主の保護——イギリス会社法二〇九条の機能——「海外商事法務」一〇二号一一頁（一九七〇年）、中川美佐子『合併会計制度論』八四頁（千倉書房、一九七八年）など。

(38) Report of the Company Law Committee, Cmd. No. 1749, at para. 283 (1962).

(39) Companies Act, 1985, §§ 428-430 (as originally enacted).

(40) Financial Service Act, 1986, ch. 60, § 172, Sch. 12.

(41) 改正経緯については、Frank Woodridge, Compulsory Acquisition of Shares on Takeovers, 1986 J. Bus. L. 300 を参照。強制買取の主体が、会社だけではなく、自然人も含まれるようになったことが注目される。

(42) See I Palmer's Company Law para. 81-07 (24th ed. 1987); J. M. Gulick, Ranking and Spicer's Company Law 275 (13th ed. 1987).

- (43) See, e.g., 1 Palmer's Company Law, *supra* note 42, at para. 81-07; D. Li, *Morgan, Compulsory Acquisition of Shares*, 1988 J. Bus. L. 486.
- (44) Company Law Amendment Committee, *Cmd. No. 2657*, at para. 84, pp 43-44.
- (45) See Report of the Company Law Committee, *Cmd. No. 1749*, at para. 283.
- (46) See Companies Act, 1985, § 430C(5), substituted by the Financial Service Act, 1986, § 172(1) Sch.12.
- (47) Companies Act, 1985, §§ 430A, 430B. 本稿で詳しく述べる余裕はないが、例えば、Gower's, *supra* note 1, at 809-10.
- (48) やや異なった文脈ではあるが、わが国でも、一定の要件の下で、従属会社の少数株主のイニシテイチブによって関係を解消させる必要があることを主張する見解が有力である。江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』三〇七―三二頁（有斐閣、一九九五年）。
- (49) この点、イギリス法を参考にしたとされるニュー・ジャージー会社法とは発想が大いに異なっていると言うべきであろう。拙稿「アメリカ法上の三角合併と株式交換」中京法学二八卷二号一頁、三二頁注⑦（一九九四年）。

第四章 わが国での解釈論

第一節 序論

以上で見たアメリカ法とイギリス法から、わが国では、いかなる示唆を受けることができるであろうか。

企業結合手法に関する日本法の基盤は、アメリカ法にはほぼ等しい。しかしながら、株式取得型の企業結合手法が欠けている点で、日本法には未発達の感が避けられない。つまり、合併は可能であるという点では、アメリカ法と

共通するが、三角合併の実行はできないものと従来は考えられている。また、株式交換といった形での特別の手法を、わが商法は導入してはいない。

株式取得型の企業結合を可能とすることの重要性は、イギリス法の発達を見ることによってよく理解することができる。すなわち、イギリスにおいては、資産融合型の企業結合手法はほとんど利用されず、株式取得型の企業結合のみが行われている状況にある。この歴史的経緯については前章で簡単な分析を紹介したが、株式取得型の企業結合手法のみによって、経済の発展に対応できたという事実は注目に値する。それほどまで、株式取得型の企業結合は基幹となり得るものなのである。その点からも、公開買付の制度こそ有するものの、完全なる株式取得を可能とする手段を有しない現行商法には、あえて言えば欠陥が存在していると言えよう。

以前に公表した拙稿では、純粹持株会社の解禁をも視野に入れながら、経済界からの需要があることを前提として、アメリカ法上の株式交換をわが国にも導入すべきことを提言した⁽¹⁾。但し、少数株主の締め出しに対する危惧から、株式交換の対価は買収会社の株式でなければならぬという限定を付しておいた。筆者の提案につき、積極的に賛成する文献もないようであるが、逆に、積極的に反対という意見を目にもすることもない。ただ、私見では企業結合手法の柔軟化の程度が不十分であるとの批判を含蓄するものはある⁽³⁾。

第二節 合併対価の種類に関する解釈論上の争い

そのような批判は、解釈論上、合併対価の種類に関する意見の相違に反映されている。ここでは、その典型例として、現金のみを対価とする合併 (cash-out merger)、すなわち、交付金合併ないし現金交付合併が許されるかとい

う問題を取り扱う。⁽⁴⁾

これまでの伝統的な通説によれば、合併交付金は、合併比率を調整するものと、消滅会社の最終営業年度の配当金に代わるもの（配当代わり金）のみに限られる。⁽⁵⁾したがって、交付金合併のようなものは不可能であると解されてきた。

このような見解に対しては、近時、交付金合併も解釈論上可能であると説く見解が現われた。柴田和史教授がその旗頭であるが、その理由としては、①母法であるイタリヤ法の考察およびドイツ法の比較法的考察、②アメリカにおける合併対価の柔軟化の歴史と、それが社会的経済的要請に応えるものであったこと、③商法四〇九条の解釈として合併対価が株式に当然に限定されるのではないこと、④自説のもたらす実益などを掲げておられる。そこでは、合併対価の問題が本来は政策判断の問題であることを説得的に論証され、これにより、合併を巡る政策判断の内容を分析するための基盤が確立された。⁽⁷⁾柴田教授は、現行法の解釈としても現金のみを交付する合併が認められると、最も純粋な形で提言をされた。少数株主には株式の価値を保障すれば十分であって、合併に関する情報開示こそが重要であるとされるのである。

筆者も、この重厚な柴田論文に大いに刺激を受け、いささか力み過ぎたところがあったかもしれないが、少数株主の締め出しに対する懸念から、合併比率の調整に必要な額をこえて現金を交付することは一切許されないと、対極側の最も純粋な形の解釈論を展開した。⁽⁹⁾もともと、実質論としても現金のみを交付する合併を一律に禁止すべきであると考えていた訳ではなく、⁽¹⁰⁾裁判所はその権限の限界から適切な規制を行うことができないうと認め、右の判断を行ったのであって、⁽¹¹⁾立法により一定の基準を設けた上であれば、現金のみを交付する合併を認めることは望ましいとも考えていた。⁽¹²⁾

この意味でも注目されるのが、ごく最近に公表された江頭憲治郎教授の見解である。⁽¹³⁾ 現行法の解釈としても現金のみを交付する合併を許容される趣旨であろうから、その点で、前述の柴田教授の見解に賛成されている。⁽¹⁴⁾ 交付金合併による従属会社の吸収合併の手法を一律に禁止すべきではないと考える実質的な根拠として、江頭教授は次の諸点を挙げておられる。⁽¹⁵⁾ すなわち、①その方法が使えることは、非公開の支配会社にとりメリットが大きいし、②従属会社の少数株主の中にも、吸収合併による従属会社の消滅自体は阻止できない以上、合併により非公開会社の少数株主になるよりむしろ今現金をもらった方がましと思う者は少なくない。さらに、③たとえ交付金合併を禁止しても、従属会社の営業譲渡後の解散等を一律に禁ずることはできないから、「締め出し」の完全な阻止にはならぬ⁽¹⁷⁾といとされるのである。

第三節 検討

右の江頭教授の主張には傾聴に値するものが少なくないが、批判的な検討を行った上で、本稿との関係で何が鍵になるのかを説明するよう試みたい。

まず、交付金合併による締め出しの危険性についてであるが、これは帰するところ、投資を継続したいという少数株主の期待をどの程度尊重するか、それを奪うとすればそれを正当化するだけの根拠は何かの問題である。⁽¹⁸⁾ 効率的資本市場仮説を仮に肯定したとしても、市場価格で株式を収用してもよいというためには、あらゆる株主にとってその株式の価値が市場価格をこえるものではないという仮定が満たされなければならないはずである。⁽¹⁹⁾ ところが、江頭教授も指摘されているように、残存少数株主は、その保有株式の価値を他人より極めて高く評価していたため、

他の株主と同じ売却価格では不満だった者である可能性が高い。締め出しを正当化するのには、従属会社から少数株主が一層されることで、より効率的な資源配分がもたらされる可能性があると説かれる。⁽²¹⁾ 純粋持株会社という企業形態はまさにそのために存在するものであろうが、より効率的な資源配分がもたらされる可能性がある⁽²²⁾と多数株主が判断していることが、少数株主から事業への投資機会を奪うことを当然に正当化できるかという疑問は完全には消えないという主張がある。筆者もこの見解を基本的に支持するものであって、多数株主による少数株主の締め出しは、多数決の限界をこえたところの問題ではないかと考える。

江頭教授が掲げておられる②の論拠に対しては、少数株主の中に現金を好む者がいるとの指摘は正当である⁽²³⁾と考える。しかしながら、この問題に対しては、少数株主の側にイニシアティブを与える形での解決が適当ではなかろうか。現行法の枠内でも、当事会社にその意思があれば、希望する株主に現金を与えることは可能である。⁽²⁴⁾ 立法的には、株主に合併対価を選択させるという形で、合併契約書を締結することを認めるのがよからう。さらに進んで、少数株主に現金を受け取る権利を与えるという形で構成するならば、より一般的に、閉鎖会社における株式買取請求権⁽²⁵⁾の問題として取り扱うのがよからう。また、株式を望まない者が現金を受け取ることができる⁽²⁶⁾とあるとしても、株式を望む者にまで現金の受け取りを強制する理由とはならないように思われる。このように見ると、論拠の②は、目的と手段とが必ずしも的確に対応していないように思われる。

次に、③の論拠についてであり、もつともな面もある。しかしながら、そもそも営業譲渡プラス解散による締め出しを自由に認めてよいかと言えば、筆者は懐疑的であり、法律的にも一定の歯止めがなされるべきであると考えられる。⁽²⁶⁾ その上、合併という手法は営業譲渡に比べて多数株主にとってより都合のよい方法であるから、⁽²⁷⁾ 営業譲渡プラス解散による締め出しが認められる余地があることと、合併による締め出しが認められることとの間には、実

實際上、大きな隔たりがあると考えられる。なお、藤田友敬助教授は、強制償還株式の利用を示唆されている。²²⁹ しながら、消滅会社の株式の対価としては、それと同種の株式か普通株式のみが許容されていると解するべきであり、そのような合併は許されないと見るべきであろう。²³⁰

最後の①の論拠についてはどうか。非公開の支配会社のこのような希望を法的に尊重すべきかは必ずしも明らかではない。むしろ、このような場合にこそ、締め出しの弊害が顕在化することに注意すべきである。²³¹ にもかかわらず、上述のような希望をも組み入れた法的枠組みの方が優れているという思いも捨てがたい。では、買収者が会社ではなくて、自然人やそのグループである場合はどうか。ここでも、江頭教授が示唆されていると同様の利益状況が存在するであろう。このような場合には、合併を利用することは不可能である。筆者としては、このような場合をも念頭に置くと、締め出し合併を認めるのみでは十分ではない面もあり、むしろ、イギリス法上の強制買取制度を導入するのが妥当であると考ええる。そこで、この点をも含めて、次章で全体的な立法の構想を提示することしよう。

第四節 小 括

以上で、現行法の解釈論の問題を取り扱ったが、少数株主の締め出しを認めることになる交付金合併は認められないと解するべきである。これを否定する論拠が必ずしも明らかではないという批判もあるが、これは株主が投資を継続することにつき有している期待を害することは妥当ではない点に求められよう。²³² この点は、アメリカにおける合併対価の柔軟化の歴史が、「底への競争 (race for the bottom)」²³³ に位置付けられるべきであることから首肯さ

れよう³⁴⁾。また、そのような進展の結果として、企業買収を巡る状況が極めて混乱したことから、政策判断として適切ではなかったという評価を与えるべきである³⁵⁾。

株主に対して投資を継続できるという期待を保護しなければならないという政策論は、資本市場という視点から見れば、資本市場が健全に働くために不可欠の前提とも言えることができる³⁶⁾。市場はそもそも、個々人の判断が尊重されるべきであるという近代法の私的自治の理念の下に生まれ育ったものである。そして、当該地域の社会経済を支える中核的な制度として設営される資本市場は、自発性を核とし強制的契機に馴染まない制度の最たるものである。このような分析からは、多数株主が自らの評価は尊重しつつ、少数株主の評価を害すること、すなわち、多数株主が少数株主を締め出すことは、資本市場を尊重する法制度としては許容すべきではない。したがって、仮に締め出しを許容するとするならば、明確な必要性の下に、資本市場の構造を大きく害さない形でなされるべきである。

- (1) 拙稿「アメリカ法上の三角合併と株式交換」中京法学二八巻二号一頁、三七—三九頁（一九九四年）。
- (2) 但し、第一章注(10)および該本文を参照。
- (3) 例えば、江頭憲治郎『結合企業の立法と解釈』二六—二七頁（有斐閣、一九九五年）。
- (4) 議論の状況の簡潔な整理として、拙稿「閉鎖会社における少数株主の締め出しと除名——アメリカ法を素材として——」中京法学三〇巻四号三九頁、八〇頁注（136）。
- (5) 今井宏『新版注釈会社法（一三三）』注釈六八—七四（有斐閣、一九九〇年）、大隅健一郎・今井宏『会社法論下巻Ⅱ（組織変更・合併、外国会社、罰則）』一一〇—一四頁（有斐閣、一九九一年）、神崎克郎『商法Ⅱ（会社法）（第三版）』四四九頁（青林書院、

- 一九九一年)、北沢正啓『会社法(第四版)』六七七頁(青林書院、一九九四年)、関俊彦『会社法概論』五四四頁(一九九四年)、龍田節『会社法(第五版)』三七八頁(有斐閣、一九九五年)、森本滋『会社法(第二版)』三三三頁(有信堂、一九九五年)、永井和之『会社法』三六七頁(有斐閣、一九九六年)など。但し、その根拠は必ずしも明らかにされていないという見方もある(藤田友敬「持株会社の設立」商事法務一四三二号四頁、一頁注³³⁾)。
- (6) 柴田和史「合併法理の再構成(二)——(六・完)——吸収合併における合併対価の検討——」法学協会雑誌一〇四卷一二号一六三五頁、一〇五卷二号九九頁、四号四四六頁、七号八九九頁、一〇六卷二二号二〇一頁、一〇七卷二号三九九頁(一九八七—一九九〇年)。
- (7) 柴田・前掲注(6)一〇七卷一三九頁以下参照。
- (8) 柴田教授には、ご論文を通してのご教示のみならず、名古屋大学大学院法学研究科の集中講義においても、直接に懇意なご指導をいただいた。ほぼ一対一でなされた贅沢な演習であり、筆者にとって誠に実りの多いものであった。柴田教授には、改めてここでお礼を申し上げたい。
- (9) 拙稿「アメリカ法における締め出し合併とテイクオーバー(四・完)」名古屋大学法政論集一四〇号四四九頁、四七四—七七頁(一九九二年)。
- (10) 拙稿・前掲注(9)四七四—七五頁参照。
- (11) 拙稿・前掲注(9)四七四—七五頁。
- (12) そこで、問題はどのような規制が適切かであるが、この点については、合併対価を柔軟化することの功罪を一層分析しつつ、どのような場合にどのような合併対価を許容すべきかを検討することが重要であろう。拙稿・前掲注(1)、拙稿「企業結合手法の柔軟化——アメリカ法上の合併と株式交換——」私法五七号二五六頁(一九九五年)参照。また、藤田友敬「持株会社の設立」商事法務一四三二号四頁、八—九頁(一九九六年)は、さらに一般的な形で、しかも明確な指針を与える。なお、本文で述べた

問題について筆者は、後に述べるように、合併対価の種類を緩めるという方法によるよりも、強制買取制度を導入するという方法によること、当面は望ましいと考えるに至った。

(13) 江頭・前掲注(3)二五九—六九頁。

(14) このような出発点に立たれた上で、江頭教授は次のように主張されている。すなわち、アメリカでは判例が事件を区別しないことから混乱が生じているので、支配・従属関係にある会社の合併（支配会社が従属会社を吸収する場合とそれを一〇〇％子会社化する場合を含む）を、支配・従属関係の形成過程に着目し、①株式の買収により支配・従属関係が形成された場合（いわゆる二段階合併の場合）と、②従属会社が、支配会社による持株の一部売却の結果、あるいは支配会社と第三者の合併事業の遂行のため生まれたものである場合とに区別すべきである。わが国では、当該合併決議が「著シク不当」か否かが問題となるが（商法二四七条一項三号）、①は全体としてみれば、独立当事者間取引と異ならないから、原則として合併決議は「著シク不当」と解すべきではない。これに対して、②で、支配会社が非公開会社であるときには、「著シク不当」と解すべき場合が多い。支配会社の禁反言または信義則違反の行為である可能性が高いからである。

(15) 江頭・前掲注(3)二六三頁。

(16) 江頭・前掲注(3)二六〇頁。なお、同二六七頁注(14)の最後の段落も参照。

(17) 柴田・前掲注(6)一〇七卷一号一〇七頁も同旨。

(18) 藤田・前掲注(12)八一—九頁参照。

(19) 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」鴻常夫先生還暦記念「八十年代商事法の諸相」三三一、三四〇頁（有斐閣、一九八五年）。また、拙稿・前掲注(4)七二頁注(106)参照。

(20) 江頭・前掲注(3)二六三頁注(3)。このほか、神田秀樹「自己株取得と企業金融（上）——企業金融の論理、税制の論理、商法の論理——」商事法務二二九一号二頁、五頁（一九九二年）（最近の実証研究では、自己株取得を行う際の株式の供給曲線が

上がりであることを肯定する合意を示すものが目につくとする)、拙稿・前掲注(9)四六一―六二頁を参照。このような主張をす
る英語文献として、Lynn A. Stout, Are Takeover Premiums Really Premiums? Market Price, Fair Value and Corporate Law, 99 Yale L. J.
1235 (1990); Richard A. Booth, Essay, The Efficient Market Portfolio Theory, and the Downward Sloping Demand Hypothesis, 68 N. Y. U. L.
Rev. 1187 (1993) などがある。最近の文献として、Brett W. King, The Use of Supermajority Voting Rules in Corporate America: Majority
Rule, Corporate Legitimacy, and Minority Shareholder Protection, 21 Del. J. Corp. L. 895, 923-32 (1996) がある。

なお、株式の評価が個々の株主によって異なることは、むしろ当然のことのようにも思えるが、必ずしもそのような見方が主
流であった訳ではない。むしろ、伝統的には、全ての投資家は特定の株式について同一の評価を行っているはずであるとされて
きた。というのも、もし株式を市場価格より高く評価しているならば、市場価格が自分たちの評価に一致するようになるまで残
りの株式を買っているはずであるからであると考えられる (Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Corporate Control Transaction, 91
Yale L. J. 689, 726-27 (1982); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law 137-38 (1991))。しか
しながら、このような論理は、投資者が潤沢な資金を有し、投資リスクの分散を欲せず、しかも取引費用や税金が存在しないと
いう非現実的な条件下でのみ成立し得るものに過ぎない (拙稿・前掲注(9)四六一頁)。

- (21) 藤田・前掲注(12)八頁、江頭・前掲注(3)二六〇頁。
- (22) 藤田・前掲注(12)八頁。
- (23) 藤田・前掲注(12)八頁。
- (24) 拙稿・前掲注(9)七五頁。
- (25) 浜田道代「株主の無条件株式買取請求権(一)―(三・完)―」商事法務九八二号五九頁、九八三号一二頁、九八四号二四頁(一
九八三年)などを参照。
- (26) 拙稿・前掲注(9)四八一―八二頁。

- (27) 拙稿・前掲注(9)四八二頁。
- (28) 藤田・前掲注(12)七頁。
- (29) 拙稿・前掲注(9)四七六―七七頁。カリフォルニア法に関して、後述第五章参照。
- (30) 存続会社が公開会社であれば、現金の交付を受けた消滅会社の株主は、存続会社の株式を市場で手に入れることができるからである。もとより、税金や売買取引手数料等の負担は覚悟しなければならない。逆に言えば、そのような負担を上乗せした上で交付金合併を行うのであれば、少数株主の経済的利害関係については、何ら問題はなると言うこともできる(See Victor Brudney & Mervin A. Chirelstein, *A Restatement of Corporate Freezes*, 87 *Yale L. J.* 1354, 1372-73 (1978))。但し、少数株主の分だけ合併対価を上乗せするものとすれば、合併比率が公正に定まるのかという問題は残るかもしれない。以上につき、第二章注(10)も参照。
- (31) 藤田・前掲注(12)一一頁注(33)。
- (32) 拙稿・前掲注(9)四五―五三頁。
- (33) 二元SECの委員長でもあるケアリーによって、提唱された標語である(William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, 83 *Yale L. J.* 633 (1974))。拙稿「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー(一)」名古屋大学法政論集一三七号六九頁、九四―九六頁(一九九一年)参照。
- (34) 拙稿・前掲注(9)四五四―四五五頁。
- (35) 拙稿・前掲注(9)四五五―五六頁。
- (36) 拙稿・前掲注(9)四六〇―六二頁。

第五章 立法提案

以上の検討の結果を踏まえて、本章では、株式取得型の企業結合手法について立法提案を行うことにしよう。

まず、従前から筆者が主張してきたように、アメリカ法上の株式交換制度をわが国にも導入すべきである。ここに提案する株式交換とは、各当事会社の会社行為を通して、一方当事会社（買収会社）がその株式と交換に他方当事会社（対象会社）の全株式を取得する取引であると定義される。手続等については、合併に準じて定めることとし、各当事会社の取締役会決議と株主総会の特別決議が必要とされるべきであろう。¹¹⁾ 企業結合の実態としては現行法上の合併と実質的には何ら異ならないのであるから、株式交換を同様の手続規制の下で、わが商法に導入することとは何ら問題ではないであろう。なお、平成九年の商法改正によつて簡易合併制度が導入されたことから、それに対応するような場合については、買収会社の株主総会決議を省略することが許されてよからう（平成九年改正商法四一三条ノ三参照）。

三角合併への道を開くのではなく、株式交換という制度を導入しようとするのは、それが一層簡便な手法であるからである。アメリカのような歴史的経緯を有せず、更地に株式取得型の企業結合手法を導入しようという場合には、より簡潔に同様の目的を達成し得る手法を選択するのがよいであろう。しかも、株式交換による場合には、合併の場合と比べると、債権者保護手続が簡便ないしは不要となる点で、実施が一層容易である。

なお、対象会社の株主が手放す株式の対価としては、買収会社の株式のみに限られるべきである。例えば、現金等の対価を許すならば、多数株主による少数株主の締め出し——少数株主の株式の強制収用——のために、この取

引が利用されてしまう可能性が高いからである。団体法・組織法上の多数決原理では、このような行為を正当化することは相当に困難であろう。多数株主の意思によって、投資を継続しようとする少数株主の期待を奪うことは許されるべきではない。もしもこのようなことが許されるとするならば、自発性を核とした証券取引の結節点という資本市場の意義が大きく損なわれることになるであろう。

とはいえ、江頭教授が指摘されているように、買収会社が非公開会社である場合には、その非公開の性質を維持したままで企業結合を行いたいという利益にも配慮が必要であろう。そのような場合には、対象会社の株主としても非公開会社の株式をもらうよりは、現金をもらって企業から離脱をしたいと願うことも予想される。⁽³⁾さらに、買収者が個人またはそのグループである場合には、株式を交付することができない。⁽⁴⁾より一般的に言っても、株式の強制収用がいかなる形でも許されないとまで主張することには無理もあろう。

そこで、筆者としては、上述の株式交換規定の新設のほか、イギリス法上の強制買取をも導入すべきであると考ええる。すなわち、対象会社の株式全部⁽⁵⁾に対して公開買付がなされた場合において、買付者（およびその利害関係人）が保有する株式以外の株式のうち、九〇％以上にあたる株式の提供を受けたならば、残余の株式につき公開買付と同条件で買い取ることを認めるべきではなからうか。この場合に、現金による公開買付であれば、残余の株式も現金によって買い取ることができるようになる。

ここでも、締め出し合併と同様の問題点が全くないという訳ではない。しかしながら、買付者の有する株式——買付者は一段と株式を高く評価している——を除く九割もの投資者が適切と考える価格に、残りの一割弱の投資者を拘束したとしても、資本市場の機能はさほど損なわれることはないのではないか。その一割弱の残余株主には、そもそも公開買付がなされていたことを知らなかった者も含まれるし、知っていても相続などの関係で誰が株主かが

確定できておらず、そのために株式を提供できなかったものも含まれるのである。このことをも考え合わせると、九割もの株式が提供された場合にもかかわらず、あえて公開買付に応じなかった者は、株式の価格について通常人から見れば常識はずれの期待を持つていたと見ることもでき、このような者の期待を保護することが資本市場の健全な運営および発達にとつて必要か否かは、必ずしも明らかではない。

しかも、そのような者が有していたような評価は、一般的に言つて実現可能性が極めて低いと言わざるを得ないであろう。すなわち、当人が幾ら高い評価を有していたとしても、他の投資者がその株式を高く評価してくれないれば、そのような価格で株式を売却することは不可能である。⁽⁷⁾⁽⁸⁾この点で、同じ強制取用とは言つても、利用自体に効用が存在する土地等とは異なる。株式については、金銭的リターンのみを株主の効用として把握することができよう。九〇%という数値がおよそ実現不可能な価格を示す数値として適切であるか否かは、実証研究の結果を待つほかない。ただ、比較法的な考察からは、九〇%という数値が経験則には適合したものであると評価することができよう。⁽⁹⁾例えば、カナダの連邦法であるカナダ事業会社法 (Canada Business Corporations Act) 二〇六条でも、反対株主から強制買取するための要件は、公開買付者やその関係者らが有している株式を除いた株式の九〇%が提供されたこととされており、九〇%という数値が用いられている。⁽¹⁰⁾

なお、カリフォルニア州では、一方当事会社またはその親会社等が合併前に他方当事会社の五〇%をこえる議決権株式を直接または間接に所有する場合において、原則として、非償還普通株は、その種類の株主の全員一致の同意がない限り、存続会社またはその親会社等の非償還普通株にのみ転換することができる。但し、当事会社の一方が他方の各種類の社外株式の九〇%以上を所有する場合には、この限りではないものとされている。⁽¹¹⁾カリフォルニア会社法は、底への競争に加わっていないものとして名高いから、九〇%という数値とともに、このような方式も

大いに参考になるであろう。とすると、筆者の提案する株式交換規定についても、発行済株式総数の90%以上の賛成を条件として、現金等を対価とすることを認めてよいようにもみえる。しかしながら、イギリス法上の強制買取よりも緩やかな基準¹³⁾を正当化できるかという問題があるし、強制買取であれば、対象会社の取締役会決議や株主総会決議を経ることなく実施が可能である点で買付者に便利であると言い得ることから、当面は、強制買取制度のみを導入するのがよいと考えられる。¹⁴⁾

なお、イギリス法に倣って強制買取制度を取り入れることには、別の効果も期待できることを付言しておきたい。すなわち、公開買付がなされた場合に、対象会社の株主は、支配権の交替によって対象会社の価値が高められると予想すれば、株式を提供しないというインセンティブを有することになる。これを「抱かえ込み問題（holdout problem）」¹⁵⁾というが、強制買取を制度として導入すれば、この問題を比較的穏当な形で軽減することができよう。逆に、少数株主として残ってしまう危険を回避するために持株を提供しようとするインセンティブを軽減するために、イギリス法と同様に、強制買取の要件が満たされたにもかかわらず買付者がそれを実施しない場合に、残存少数株主に株式買取請求権を与えるのが望ましいと考えられる。¹⁶⁾

- (1) より詳しくは、拙稿「アメリカ法上の三角合併と株式交換」中京法学二八巻二号一頁、三八―三九頁（一九九四年）を参照。
- (2) しかも、裁判所による審査は事後的なものになるなどの理由から、やったもの勝ちになってしまう可能性が高いという問題点などが存在することにつき、拙稿「閉鎖会社における少数株主の締め出しと除名——アメリカ法を素材として——」中京法学三〇巻四号三九頁、七六―七七頁（一九九六年）。

(3) 江頭教授が掲げられる②の論拠にも関係する。第四章第二節参照。

- (4) 買収会社が合名会社である場合には、対象会社株主は、無限責任を恐れて会社からの離脱を好むであろう。なお、アメリカ法律家協会 (American Bar Association) の事業法部会 (Section of Business Law) では、模範事業会社法の改正に関して、会社とその他の事業組織 (entity; association; organization) との間で合併を認めようとの動きすらある。このような動きは、一九九七年四月にボストンで開催された同協会の春季大会で、基礎的取引 (fundamental transaction) に関する特別委員会 (task force) を代表してアイゼンバーグ (Melvin Aron Eisenberg) 教授が行った報告において示されている。同報告は、カセット・テープの形で、Teachem 社 (160 East Illinois St., Suite 300, Chicago, IL 60611 USA(e-mail: teachem@bonus-books.com)) から入手することができる (1997 Spring Spring Meeting, ABA 701, Pending Changes in the Model Business Corporation Act (524.00))。
- (5) 部分的公開買付 (partial tender offer) の場合には、多かれ少なかれ、持株を提供するという圧力がかかる可能性がある。分かりよい説明として、藤田友敬「情報、インセンティブ、法制度」成蹊法学四三三頁、七四一七六頁 (一九九六年)。二段階公開買付について説明を加えているが、買付者が公開買付に成功した後の行動が明らかでない限り、部分的な公開買付であるということのみで、対象会社の株主の選択が歪められる (distorted choice) 可能性がある (拙稿「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー(二)」名古屋大学法政論集一三八号一七七頁、一八五頁(一九九一年)参照)。そのような状況下で提供された株式の買付価格は、株主の本来の株式評価を反映していない。もともと、このような危惧を防ぐためには、残余株主に公開買付と同様の価格で持株を買い取るよう請求する権利を与えれば十分であるかもしれない (See Lucian A. Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 Harv. L. Rev. 1693, 1750-52 (1985))。
- (6) 江頭憲治郎『企業結合法の立法と解釈』二六三頁注(3) (有斐閣、一九九五年) 参照。
- (7) 著名なケインズの美人コンテストを引き合いに出すのもよからう。
- (8) この辺りの議論は、筆者がカリフォルニア大学バークレー校のロー・スクールで在外研究中に、藤田友敬助教授からお聞きした話から大きな示唆を受けている。心からお礼申し上げたい。但し、本文で述べたことが同助教授の見解と一致するものである

とは限らず、文責は全て筆者に帰するものである。

- (6) See Clas Bergström et al., *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, 1995 Colum. Bus. L. Rev. no. 2, 495, 514 (1995). なお「」の論文はE10の第二三指令案について検討を加えているが、同指令案は一九九六年七月二日に大規模に修正された。Proposal for a 13th European Parliament and Council Directive on Company Law Concerning Takeovers, COM(95)655 final. 旧指令案が事細かに規制事項を定めていたのに対して、新指令案は、大まかな枠組みを与えるという方針（“framework” directive）に変更した。新規定は、Commission Unit XV-D-2に依頼すれば入手することができ、(e-mail: D2@de15.ccc.be Fax: (+32.2)295.65.00)。なお、最も新しい動きは、<http://europa.eu.int/>で比較的簡単に知る事ができる。
- (10) 条文は“Consolidated Canada Business Corporations Act and Regulations 1997, 16th ed. (Scarborough, Ont.: Carswell, 1996) at 92-95によった。オーストラリアでも九〇%という基準が採られているが、一定の場合には、さらに厳しい要件が課される (Corporations Act, 1989, §41(45))。拙稿・前掲注(2)六八頁注(72)参照。See generally Elizabeth J. Boros, *Minority Shareholders’ Remedies* 263-82 (1995).
- (11) California Corporations Code § 1101 (<http://leginfo.ca.gov/>). 以上につき、より詳しくは、拙稿「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー（四・完）」名古屋大学法政論集一四〇号四五七—五八頁（一九九二年）参照。
- (12) 同じ数値は使われているものの、強制買取制度を有する諸国の会社法とは算式を異にする点に注意を要する。
- (13) 前掲注(12)参照。カリフォルニア会社法では、既に親会社が保有する株式数が九〇%という要件とされており、多数株主対少数株主という構図になっている。なお、わが国で、株主総会の決議要件を合併に揃えて特別決議とすると、発行済株式総数の僅か三分の一の賛成で、そのような取引が承認されてしまいかねない（商法四〇八条三項、三四三条）。
- (14) カリフォルニア会社法のように合併を用いて少数株主の排除を認めさせるか否かは、わが商法に、略式合併 (short-form merger) を導入するか否かを議論する際に合わせて検討するのがよからう。略式合併については、これに言及する文献も増えているが、まず押さえるべきものとして、龍田節「アメリカ法上の略式合併」民商法雑誌五九巻一号三頁（一九六八年）。

(15) See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 179-80 (1991).

(16) 本文で述べたのと異なる筋書きも描き得る。すなわち、少数株主の株式買取請求権を所与として考えると、対象会社の株主は特段の危険を負うことなく様子を眺めることができるから、これが一段と抱かえ込み問題を悪化させる。そこで、残余の株主を排除し得る仕組みが不可欠となるのである。

第六章 結語

かなり大雑把な議論の進め方をしたところも目立ったが、より厳密な検討は別稿に譲ることにし、本稿で行った立法提案を整理して結語とする。わが国の商法に、次の二つの制度を新設すべきである。第一は、アメリカ法上の株式交換である。手続要件等は合併に準じて定めることにし、株式交換の対価は買取会社の株式に限定すべきである。第二は、イギリス法上の強制買取制度である。公開買付者が、利害関係のない株式の九〇%以上の提供を受けた場合には、残余の株式について、公開買付と同一条件で強制的に買い付けることを認めるべきである。このように、株式交換という制度と強制買取という制度をセットで導入すべきである。

本稿では以上のような結論に達したが、カナダでは、アメリカ法上の三角合併（締め出し合併）とイギリス法上の強制買取が併存している。これらが相互にどのような関係を有しながら機能しているのかについては、近い将来の検討課題としたい。その結果次第では、本稿の結論を修正することも考えられる。

また、本稿では、アメリカ法とイギリス法とを材料としながらも、多数決原理と市場原理との関係について十分

に考察をすることができなかった。アメリカ法では、多数決原理が基盤とされており、団体法・組織法上の行為として企業結合が行われている。これに対して、イギリス法では、個人主義を中核としつつ、市場原理を基礎として企業結合手法が組み立てられている。この辺りの点についても、カナダ法の分析を通して何らかの示唆が得られるかもしれないが、いずれにせよ今後の検討課題とすることにした。

〔追記〕 通産省の商法研究会での検討については、商事法務一四六九号三五頁（一九九七年）参照。

校正中に、柴田和史「持株会社による企業組織と商法」ジュリスト一一二三号四七頁（一九九七年）に接した。