

陳宇君學位請求論文審査報告

1 はじめに

陳宇君の博士学位請求論文「上場会社株式買付制度研究——日英中の法制度比較——」（以下、提出論文と呼ぶ）の論文構成は次のとおりである。

序 章

第一章 イギリスにおける公開買付制度

第一節 現行制度の概要

第二節 強制公開買付制度導入の経緯

第三節 強制公開買付制度の機能

第二章 日本における公開買付制度

第一節 公開買付制度の変遷

第二節 公開買付制度の概観

第三節 イギリス型公開買付制度を導入すべきか

第三章 中国における株式買付制度

第一節 国有企業の株式化改革と国有非流通株問題

第二節 非流通株改革

終 章

務

第三節 上場会社M&A関連法制度の整備

第四節 上場会社株式買付制度

第四章 中国における外資買収規制

第一節 外資買収規制の概観

第二節 外資による戦略投資

第三節 レッドチップ会社と外資買収規制

第五章 公開買付における対象会社の意見表明

第一節 対象会社の意見表明義務

第二節 MBOにおける対象会社の意見表明と取締役の義務

提出論文の第三章に相当する部分は法学政治学論究七七号（「中国における上場会社M&A法制」、二〇〇八年夏季号）および八六号（「中国における上場会社株式買付制度に関する立法論的考察」、二〇一〇年秋季号）、第四章第三節に相当する部分は法学政治学論究八四号（「中国における外資M&A法制とレッドチップ会社」、二〇一〇年春季号）、第五章第二節に相当する部分は『企業法の法理』（上場会社MBOにおける対象会社の意見表明）、慶應義塾大学出版会、二〇一二年）、にそれぞれ発表した論考に、その後の動向を踏まえて、加筆・再構成したものであり、

そのほかの部分は書下ろしである。論文全体において、提出時(二〇一三年四月)における最新状況に基づく最先端の議論が展開されている一大モノグラフィである(本文 A4 版用紙一七七頁約二二万字)。

2 提出論文の内容

序章では、株式公開買付規制研究においては、中心となる買収者に対する行為規制にとどまらず、対象会社経営者に対する行為規制の研究も一体的に考察すべきことを論じ、また、少数株主保護の観点から日本法に大きな影響を与えているイギリス法の研究が有益であること、少数株主の保護が緊急課題となっている中国法の検討が参考に値することを述べる。

第一章では、まず、考察の対象を明確にするために、強制公開買付制度を中心にイギリスにおける株式公開買付制度(シティ・コード、The City Code on Takeovers and Mergers)をその形成過程から概観する。特に、任意的公開買付(マンダトリー・オファー、mandatory offer)との相違に注意を払いながら、強制公開買付適用事由と適用除外類型を整理する。このような整理を前提に、シティ・

コードの成立とその改正の経緯、とりわけ、強制公開買付制度の導入と市場内取引をその適用対象とした背景をシティ・コード制定時の英文文献等に基づいて詳細に検証する。そして、イギリスの公開買付制度がどのように対象会社株主の保護の機能を果たしているかについて理論的に分析する。具体的には、会社支配権が移転した際に、少数株主には会社から退出する公正な機会が与えられ(この点に關して、イギリス会社法上認められている少数株主の利益侵害に対する救済策では不十分であることを指摘する)、かつ株主は不当な圧力を受けることなく判断できるよう制度設計されている点を解明する。特に、公開買付に内在する売却圧力を解消する仕組みと、市場内取引によって会社支配権を取得した場合も強制公開買付の対象とする意義について詳細に検討する。その結果、前者の仕組みに属する追加応募制度や株式買取請求権だけでは少数株主の保護としては不十分であり、市場内取引によって会社支配権を取得した者にも公開買付を強制することによって売却圧力を基本的に解消できることを指摘する。かつては公開買付制度において市場内取引に対する不干渉原則が存したが、市場内外を問わず会社を支配するに足る株式を取得した場合を強制公開買付の対象とするに至る立法過程の検討は重要

である。

第二章においては、まず、日本における証券取引法（金融商品取引法）による強制公開買付制度の成立およびその後の改正の経緯を丹念に検証する。その上で、非常に複雑に規制されている現在の強制公開買付制度を詳細に整理する。そして、その規制の解釈上の問題点を、上述の歴史的経緯の検討と照らし合わせながら、論理的に指摘する。さらに、既に検討したイギリスの公開買付制度と比較すると、市場内買付の扱い（強制公開買付制度の対象とするか否か）、全部買付義務（部分的公開買付を認めるか否か）、追加応募制度（公開買付終了後も一定期間少数株主に公開買付に応募する権利を認めるか否か）という点で、日英の制度に顕著な相違があることを指摘する。その上で、イギリス型規制は支配権獲得後の事後規制であるのに対して、日本型規制は支配権獲得にあたっての事前規制である、という重要な前提を踏まえた上で、公開買付制度の利用が阻害されてしまわないように配慮する観点をも設定し、会社支配権移転の際の少数株主保護の問題として整理する。そして、日本における敵対的企業買収の成功例はすべて市場内買付によって行われており公開買付による例は存在しない

実態を踏まえると、企業支配権変動に伴う少数株主の利益防止を目的として、市場内買付を強制公開買付の対象とすることを要し、その実現が最も現実的である旨を主張する。これに対して、公開買付後に株券等所有割合が三分の二以上となる場合に全部買付義務を課す現行法の基準を下げることは、企業グループ間での結束強化や業務提携促進のための株式相互保有、子会社の上場維持などのニーズが存する日本の実情から慎重である。一方、全部買付義務を補完する制度として、少数株主にセル・アウト権を付与すべきだとし、二〇一二年末に公表された会社法改正要綱（支配株主にバイ・アウト権を認める立法提案をなしながらセル・アウト権の導入は見送った）を批判する。以上の主張を前提にすると、追加応募制度は、公開買付による企業買収の阻害要因になり、この問題を技術的に解決するのは困難だと結論づける。

第三章においては、まず、中国国有企業改革の歴史と株式会社制度導入（株式制企業試行）の経緯を考察し、国有株（国家投資を代表する権利のある政府部門あるいは機構が、国有資産を株式会社に投入して得た株式。原則として普通株）の非流通性（証券市場を発展させつつも公有制を

維持するために、国有株の証券取引所上場を認めない）によつて生ずる弊害を分析する。株式流通市場の目的は、国有企業の資金調達手段の拡大と効率的なコーポレート・ガバナンスの構築にあるとされたのに、国家株主だけが「一株独大」として絶大な権限を有しコーポレート・ガバナンスは成立せず、国有株（相対取引は可能）と一般流通株の価格差によつて企業の業績評価が正当になされなかった。これらによつて、また流通株の不足によつて、一般投資家は極めて不利益な立場に置かれていた。こうした弊害は、株式制企業試行を阻害しただけでなく、海外市場と連携した金融商品の創設をも困難にしたのである。引き続き、国有非流通株問題を解決するためにスタートした非流通株改革（非流通株に徐々に流通権を与えつつ、流通株所有者の損害を補償する）を詳細に分析する。以上のような特殊な歴史的背景を前提に、中国国内で増加するM&Aに対応するために、証券法（投資家保護と証券市场秩序の維持を図る趣旨）や上場会社買収管理規則など上場会社M&A関連法制度が整備される状況を検証する。そして、中国において上場会社株式を大量に取得するにあつたの現行法規制を検討し、日本法と比較する。両国の株式公開買付制度に関する相違は、中国法においては、議決権の三〇％を超え

る取得をする場合には強制公開買付の対象となるが、全部買付義務はなく、三〇％までの取得は市場の内外を問わない点にある（イギリス法型規制とも異なる）。そして、中国に特徴的な制度として協議買付制度（相対取引による企業買収制度）が設けられている。協議買付制度は国有株に譲渡方法を提供する目的を有する制度である（企業買収に係るので情報開示義務が課される）。しかし、上述のような非流通株改革が終了した現在では、協議買付制度を廃止し（制度廃止によつても、公開買付規制や大量保有開示規制によつて情報開示は担保しうる）、少数株主保護に関する立法措置（少数株主のセル・アウト権）を行うべきであると主張する。

第四章においては、まず、中国では国家政策として積極的に外資が導入される一方、外資による上場会社株式の取得については多様な法規制が設けられてきた点を指摘し、それらを整理する。同時に、非流通株改革と連動して外国の大企業に認められた上場内国会社に対する戦略投資の規制を検討する。すなわち、従来、外資はA株（内国個人投資家を対象に大陸で人民元建てで発行され流通する株式）を取得できなかった上に、国有非流通株が多数を占めてい

たので、外資によるM&Aには協議買付が一般的に用いられた。戦略投資によって、A株が外資にも制限つきで開放されるようになったのである。これに関連して、上述のような数多くの規制が存在する中で、香港証券取引所に上場されており中国本土に主な事業資産を有しているが海外で設立登記された会社の銘柄株（レッドチップ）が、外資による中国匯源果汁集団買収断念事例によって注目された。レッドチップ会社が出現するのは、中国国内での資本調達などが厳格に規制されるからである。しかしながら、匯源果汁事例以後、レッドチップ会社は、外資買収規定によって資金調達などの面において厳しい規制下に置かれることになった。さらに、二〇〇七年には独占禁止法が成立し、外資による国内企業買収に対する規制がより複雑・多様化することになった。これらの背景を、具体的な事例（例えば、中国商務部は、米社による中国匯源果汁買収を反競争的だとの理由で承認しなかった。しかし、判断基準を示すガイドラインは存在しない）を基に検討し、中国における外資買収規制を批判的に検討する。

第五章においては、公開買付対象会社経営者に対する行為規制を検討する。まず、日本における対象会社の意見表

明義務とその開示に関する法規制と実務上の運営につき検討した後、中国およびイギリスの法規制との比較を行う。次に、会社経営陣と少数株主の利害対立が顕著に表れるMBOにおける対象会社の意見表明と取締役の義務を検討する。これに関連して、近時、MBO対象会社が賛同を表明した公開買付につき、後日キャッシュ・アウトに反対して株式買収を請求した株主による価格決定申立事件において公開買付価格を上回る「公正価格」が認定された事例が相次いだ。この場合に対象会社の取締役は、公開買付価格と公正価格との差額を、公開買付に応じた元株主に賠償しなければならぬかが問題となる。そこで、これを争点とするレックス・ホールディングス損害賠償事件（東京地判平成二三年二月一八日金融・商事判例一三六三号四八頁）を採り挙げて、理論的考察を加える。当該判決は、取締役は「株主の共同利益に配慮する義務」を負うとする。もっとも、MBOには、経営の効率化が図られて企業価値が増大するという側面と、少数株主がキャッシュ・アウトされる側面とが同居する。これを「株主の共同利益に配慮する義務」でもって同時に説明することはできない。取締役は会社に対して善管注意義務を負うのであって、会社の企業価値増大に注意を払う必要がある。一方、株式買付価格に配

慮する義務については、同様の利益状況が認められる吸収合併と制度比較をなして、買付価格の相当性に関する情報を株主に開示する義務を取締役は負うと主張する。そして、その前提として取締役は利益相反回避措置を取る義務があるとし、具体的な措置を提言した上でそれぞれにつき検討する。

終章では、対象会社経営者に対する行為規制としては買収防衛策規制の検討も必要である旨を述べ、この点に関するイギリス法とアメリカ法の検討の見取り図を示し、詳細は今後の課題としたいと結んでいる。

3 提出論文の評価

(1) 提出論文は、日英中三国の現行法律制度を比較するとともに、その沿革を丁寧に見直し、株式公開買付制度における少数株主保護の在り方を検討する。また、この分野は高度に技術的な性質を有するが、各制度や問題を探り挙げるにあたって、常に全体像の中での現実的な解決の追求を念頭に置き、法制度の趣旨の検討と具体的な事例の研究を交錯させ、さらに、解釈論の提示と立法論の提示をバランスよく行っている。このような方法論は、

本研究に広がりとお興行きを与えている。

(2) 提出論文がイギリス法を比較法の対象とする理由は、シテイ・コードが二〇〇四年のEU公開買付指令の基礎とされたように、この分野におけるイギリス法の影響力が非常に大きいというだけではない。買収者は対象会社の株主を公平に取り扱わなければならないとする、シテイ・コードの基礎にある考え方が、株式公開買付制度における少数株主保護というテーマに適合するからである。この点、強制公開買付制度を採用しないアメリカ法については、イギリス法と対照的に、提出論文のテーマに係る日本法との整合性との観点で慎重に取り扱わなければならない。

イギリス法の検討を受けて、陳君が日本の公開買付制度に関してなす最大の提言は、市場内買付も全面的に強制公開買付の対象とすべきだとの注目すべき立法論である。自由な公開市場で行われる市場内取引を強制公開買付の対象とする必要はない——少数株主の保護策を特に設ける必要はないとの判断がかつては一般的であった。しかし、シテイ・コードでは市場内買付によって会社支配権を取得した場合も公開買付を強制する改正が行われた。この経緯を詳細に分析し、イギリスの特殊な状況に基づく措置ではな

く、日本においても同様に対処すべきだと主張するのである。この点については、日本においても、ライブドア事件を契機に、市場内外取引を組み合わせた急速な買付を強制公開買付の対象とする改正が平成一八年に行われている。当該改正法が巧みに利益衡量して、複雑な条件を付しながら市場内取引を場合によって強制公開買付の対象とする規制をなしてから五年程度しか経ていないことを考えると、陳君の主張は大胆な提言ともいえよう。一方で、提出論文では次のような指摘をしており、その提言には堅実な説得力が認められる。すなわち、複雑な規制を丁寧に分分析した上で、現行法を前提にする限り少数株主の利益回避には限界がある。実際に短期間で集中的に市場内買付が行われる事例も多く（特に、敵対的買収成功事例はすべて市場内買付によって行われている）、これらの事例を分析すると少数株主が不利益を被っているケースがあり、支配権を獲得する市場内買付については透明性および公正性の点で問題が生じる。そして、市場内買付を全面的に強制公開買付の対象としても、買収者に不当なコスト負担を強いることにはならない。このような指摘を基にした陳君の提言は、バランスのとれた方法論に基づくものとして高い評価が与えられるべきであろう。

(3) 中国においては、市場内買付も強制公開買付の対象とされている。もともと、中国の特殊事情を分析しなくては、制度の真の意義は把握できない。しかし、従来、少なくとも邦文の文献においては、この特殊事情を客観的に分析して説き明かす論理的・体系的な論考は存在しなかったといつて過言ではないであろう。提出論文は、非流通株改革、上場会社M&A関連法制度の整備、外資買収規制につき、その様々な背景を詳細に分析し、これら相互の関連性を理論的に整理する点で秀逸である。

このような分析と整理を前提に、陳君が提示する協議買付制度の廃止（非流通株改革の終了、公開買付規制や大量保有開示規制の適用による情報開示の担保を理由とする）や少数株主保護に関する立法論（少数株主にセル・アウト権を認める）は論理的であるとともに現実的である。

レッドチップ会社に関しては、中国でも論理的に分析した研究論文はほとんどなく、その研究の価値は大きく、実際に注目されている。レッドチップ会社の存在は、中国における規制当局による裁量行政の問題点を浮かび上がらせる。そもそも国内の資本市場が大幅な裁量行政の対象とされるから、民族資本でありながら「外資」の形式を取るの

である。「外資」であるから、外資買収規制が適用される。そして、その適用も裁量下に置かれ、規制当局の判断に対する予見可能性は依然として低いといわざるをえない(判断基準を示すガイドラインは通常存在しない)。このようなレッドチップ会社問題は、報道されることも少なく情報量が乏しい。そのような環境の中で、具体的事例の検討を交えながら論理的に整理する陳君の手腕は見事であるといえよう。

(4) 提出論文は、株式公開買付規制研究においては、買収者に対する行為規制にとどまらず、対象会社経営者に対する行為規制の研究も一体的に考察すべきだとの大きな研究枠組みを提示する。

そこで陳君は、少数株主保護の観点から対象会社経営者に対する行為規制を検討するために、買収者と少数株主の利害対立が顕著に表れるMBOを採り挙げ、近時のMBO事案であるレックス・ホールディングス損害賠償事件(MBO対象会社が賛同を表明した公開買付につき、公開買付価格を上回る「公正価格」が裁判所によって認定された場合に、対象会社の取締役の賠償責任が問題とされた事例であり、実務的にも理論的にも重要かつ説明に困難を伴う)

に対して理論的考察を加えている。この場合に取締役が負う義務を、「株主の共同利益に配慮する義務」や「株主利益最大化原則」のような、内容は不鮮明ながら新しい概念を用いて説明しようとする立場が有力である。しかしながら、陳君は、取締役の会社に対する善管注意義務で説明する伝統的立場を採用する。一方、同様の利益状況が認められる吸収合併と制度比較をなして、取締役は買付価格の相当性に関する情報を株主に開示する義務を負うと主張する(立法論ではなく解釈論としての主張であり、制度比較による解釈論を展開する力量を示しているといえよう)。条文にない開示義務を基礎づけるにあたって、上記のような方法論を用いる点において、提出論文には非常に水準の高い独自性と説得力を備えていると評価される。

陳君の以上のような方法論と解釈の結論は、二〇一二年末に公表された会社法改正要綱で採り挙げられているキャッシュ・アウトの議論にも重要な示唆を与えるものと思われる。改正要綱が提案するキャッシュ・アウト制度との関係では、支配株主にバイ・アウト権(株式等売渡請求権)を認める新制度を提案しながら、少数株主のセル・アウト権の提案を見送った点につき、陳君は、イギリスにおいては少数株主のセル・アウト権を認める一方で支配株主

のバイ・アウト権の行使に厳格な規制が課せられていると指摘し、日本においてはなおさら少数株主にセル・アウト権を認める必要性が高いと主張する。説得力のある比較法的批判である。

(5) 陳君が今後の課題とする、対象会社経営者に対する行為規制としての買収防衛策規制の検討は重要である。このテーマについては、買収防衛策に消極的なイギリス法と積極的なアメリカ法の比較研究が欠かせないと思われる。買収防衛策の研究は提出論文をより一層発展・展開させるテーマであつて、提出論文が対象とする株式公開買付制度自体の問題ではない。しかしながら、陳君が構想する大きな枠組みによる研究は魅力的であり、提出論文を執筆した同君の力量からすれば、近い将来必ず、公開買付制度との関係では買収防衛策をどのように把握すべきかについての論考を発表するものと期待できるし、またそれは商法および金融商品取引法の研究者としての陳君の責務であるといえよう。この点、一般に英米法と一括りにされることが多いが、公開買付制度や買収防衛策についての法規制はイギリス法とアメリカ法とでその根底にある思想が異なるといえよう。その意味において、イギリス法もさらに深く探究

する必要がある。支配株主出現の場合に、少数株主を衡平に扱うべきだとの考え方を株主平等の観点から構成するのであれば、ドイツ法の検討も不可欠になる。いずれにしても、陳君が取り組む研究テーマには深い比較法的考察が欠かせない。コンスタントに業績を発表してきた陳君ならば、この点に関しても必ず学界に大きく寄与する仕事を成し遂げられると思われる。

(6) 以上、提出論文は、すでに会社法および金融商品取引法学界において注目されている論考を含み、さらにその構想を拡大した一大モノグラフである。しかも陳君が設定したテーマの検討は、提出論文で完結するのではなく、すでにその構想の一端は提出論文中に示されているように、今後の論考により一段と発展した研究になることが大いに期待される。

4 審査結果

以上の審査結果から、審査員三名は一致して、提出論文が慶應義塾大学の博士(法学)学位を授与するに相応しい高い学問的水準を有するものと判断する。

平成二五年七月一九日

主査 慶應義塾大学法学部教授
法学研究科委員 山本爲三郎

副査 慶應義塾大学法学部教授
法学研究科委員 法学博士 宮島 司

副査 慶應義塾大学法学部教授
法学研究科委員 鈴木千佳子