

# 証券取引における開示の機能的限界

——会社支配権移転行為に対する規制のあり方をめぐって——

上 村 達 男

- 一、はじめに
- 二、アメリカ連邦証券法における開示と企業結合
- 三、カリフォルニア州会社証券法の立場
- 四、イギリス法による示唆
- 五、小 括

## 一 はじめに

証券取引に対する規制の目的は、究極的には取引の「公正」の維持にあるといえる。しかし、それを達成するため  
の方法となると、二つの異なる立場が考えられる。その一は、情報の開示という間接的な手段によって証券取引の公  
正を確保しようとする開示主義 (disclosure philosophy) であり、他は、行政機関が証券取引の内容に対する個々  
的な審査を行ない、直接的に当該取引の公正を確保しようとする規制主義 (regulatory philosophy) である。<sup>(1)</sup> アメ  
リカ連邦証券取引法制及びそれを継受した我が国の証券取引法は前者を基礎とする立法例であり、カリフォルニア州

会社証券法を代表とするブルースカイローの多くは後者をその規制原理としている。

ところで、従来、開示主義と規制主義の問題は、まさに対照的な立法例を基礎づける原理として、択一的な選択の対象になってきたかのように思われる。しかし、この問題は果して常に択一的な形で設定されるべき事柄であるか、となると大いに疑問がある。例えば、開示主義を基本原理とするアメリカの連邦証券法にあっては、証券の発行・分売を伴うすべての行為を「開示」のみで律しきれず、近時、規定の上からも規制主義的色彩を有する規定が増大しつつあり、<sup>(2)</sup>他方、カリフォルニア州のように、規制主義を基本原理としてきた州において、連邦化の名のもとにはいえ、開示原理が大幅に導入されてきている現状（後述）は、証券取引法の基本的理念の次元において検討されるべき課題——換言すると、開示主義と規制主義とを二者択一的に把えることではすませることのできない課題——の存在を示唆しているのではなからうか。竜田教授は、この点をとりえて、「ディスクロージャーが最善の規制手段であるとはいえない」とされ、「……直接規制が開示かと二者択一的に決まる問題ではなく、事柄に応じて相互補完的に用いられるべきもの」であることを指摘される。<sup>(3)</sup>ただ、この場合の「事柄」とは何か、はこの方向において最も重要な問題であり、これを追及することによって、右の議論も真に説得力をもつものとなるであろう。

私は、本稿及び次稿において、右のような観点から、証券法の理念的基盤を見直すとともに、将来にわたる証券法のあり方を考える際の理論的ないし理念的視角を明確化したいと考えるが、その際、右の「事柄」に接近する手懸かりとして、最も不正な行為が現出しやすく、極めて問題の多い領域とも思える会社支配権移行行為に焦点をあて、そこで開示がいかなる機能を果しうるかを、規制主義との関係で問題にしてみたいと思う。それは、何よりもダイナミ

ツクな事態の推移が予測される局面であり、関係者の利害も鋭く対立するため、予想し難い形で様々の不正な行為が生じ易く、したがってまた、規制機関の柔軟にして迅速な対応が要請されるので、「開示」の有する機能をかなり明確に示すものと考えられるからである。なお、企業結合に対し開示がいかなる機能を果しうるかを探るにあたっては、会社法等による規制の役割を度外視することはできないが、ここでは主として証券法制上の開示機能の問題をとりあげることとする（但し、イギリスについては四）。それは、会社法等の役割が必ずしも十分といえないこともあるが、まず開示の機能を明確にすることによって、他の全般的な問題に対する評価もある程度下しうることになるのではないかと考えるからである。

そこで、まず、最も端的な資本のレベルでの支配権移転行為を問題とすることにした。具体的には、制定法上の吸収合併・新設合併、資産（営業）の譲渡、テンドーオフア（テークオーバービッド）、支配株式の譲渡などが検討の対象となろう。委任状勧誘も支配権の移転を伴いするので、具体的な立法論の段階ではこれに準ずるものとして扱えるのではないかと考えられるが、委任状勧誘にあつては、支配権の移転現象を常に伴うとはいえず、また、これによる支配権の取得は前記のものにくらべかなり不安定ともいえるので、ひとまず、ここでは除外しておこう。支配株式の譲渡は、証券法上正面から取扱うべきものか異論もあるが、仮に規制主義を前提とすれば、規制の対象となつても何ら不思議はなく、現にイギリスのシテイコード<sup>(5)</sup>はこれをも規制対象としている。アメリカの証券法がこれを除外しているのは、むしろ開示主義を基礎に置いていることの帰結ではないかとも考えられ、そのため、かえって会社法上の理論として極めて複雑な状況を現出しているのではないかとも思われる。

本稿（及び次稿）では、右のような会社支配権移転行為をとり上げるが、その際、様々な規制のあり方を示している四つのモデルを念頭に置き、また具体的な検討の素材とすることにした。それは、第一に、開示主義を基本原理としているアメリカ連邦証券法であり、第二に、これと対照的な規制主義を基本原理とした一九六八年改正前のカリフォルニア州会社証券法であり、第三は、規制主義を残しつつ開示原理を取入れたカリフォルニア州の一九六八年の改正会社証券法であり、第四は、会社法における裁判所の独特の機能と、自主規制というものの独自の行き方を示しているシティコードを中心としたイギリスの規制方法である。これらのモデルは、それぞれに証券取引に対する規制の理念を異にしており、その意味で、前記の各支配権移転行為に対してこれらの規制のとの態度の異同を探ることは、今後の証券法制を中心とした会社支配権移転行為に対する法規制のあり方を考えるうえで重要なことと思われる。

なお、本稿では紙数の関係もあるので、右に述べた具体的な支配権移転行為のうちで、合併、資産の譲渡を中心に取り扱い、これに小結論を付し、残余並びに全体的な結論は次稿に委ねることにしたい。

- (1) 竜田節「証券取引の法的規制」（現代法学全集「現代の経済構造と法」所収）四八五頁。
- (2) 例えば、内部者取引、テnder オファに関する規定にみられる実体的規定、及び株主提案権など。ロスⅡ矢沢「アメリカと日本の証券取引法（下）」四八一頁（竜田教授執筆）。
- (3) 座談会「商法・証券法におけるディスクロージャーの位置付け」商事法務七二二号八・九頁。
- (4) 竜田「合併の公正維持」法学論叢八二巻二・三・四号二七〇頁を参照。本論文は主としてアメリカと日本について論じておられるが、問題を広い視野で捉えられた画期的論文と思われる。

(5) テイクオーバーと合併に関するシティ・コード (The City Code on Take-overs and Mergers) (後述四)

## 二 アメリカ連邦証券法における開示と企業結合 (no-sale 理論をめぐる)

(一) アメリカの連邦証券法制度の支柱は、発行市場における開示について定める一九三三年証券法 (Securities Act) と、流通市場における継続的開示を中心に定める一九三四年証券取引所法 (Securities Exchange Act) であり、その理念的基礎は周知のように「開示主義」に置かれている。開示主義は、一定の事実の開示を強制することによって、一方で投資家に対して正確な投資判断資料を提供し、他方、開示主体については自己規制的效果を期待し、もって一般投資家の保護を図ろうとする規制方法であるが、連邦法の成立以降、この開示は、その中味において、また時間的間隔において、あるいは開示主体の点において、一貫して拡大・徹底化がなされてきた。<sup>(7)</sup> しかしながら、このことは反面、規制の複雑さ、不安定性というマイナス面を生じており、また企業社会の多様化・複雑化は、従来さほど認識されなかった新たな難問を証券法制の中に持ち込んできているともいえる。<sup>(8)</sup> ここで問題とする no-sale 理論もまさに、企業結合の増大と共に、このような意味で連邦証券法上長年にわたって常に論議の対象となってきたものである。

(二) no-sale 理論での問題は、簡単にいえば、吸収合併・新設合併・資産の売却 (現金を対価とするものを除く) といった一連の企業結合に際して発行される証券に対して、発行市場について規制する三三年証券法が適用されるか、ということである。同法は、発行者に対して、SECへの登録届出書の提出 (公衆に縦覧される) と投資家への

目論見書の交付を要求しているが、その根拠たる中核的条項は第五条であり、かなり長文の規定であるが、要するに「証券の売付、売付の申込、買付の申込をなすには登録届出書がSECに届出られていなければ違法」である旨を定めている。他方、証券法二条(3)は、右にいう「売付」等に対する定義を定めており、したがって、ある行為に対して第五条の適用があるためには、その行為が二条(3)の定義に該当しなければならぬ。もっとも、二条(3)は、例えば「売付」についても、「対価として証券又は証券における持分を売却又は処分するあらゆる契約を包含する」といった具合に極めて広範な内容を含みうる形で規定されており、問題が生じた場合には、その適用の有無は理論によって決められなければならない。no-sale理論とは、このような意味で、合併等に行なわれる証券の発行は、二条(3)にいう売付(sale)に該当しない<sup>(9)</sup>(即ちno-sale)したがって第五条による開示を必要としないとした重要な理論である。

吸収合併、新設合併、資産の売却に際して、吸収会社、新設会社、譲受会社は、それぞれ被吸収会社、譲渡会社の株主に対して株式(以下、証券法の用語に従って「証券」に統一する)を発行することになるが、これらの場合、いずれも証券を受取る株主(正確には、吸収会社等の株主も問題となりうる)にとっては、その証券は新たな証券であり、したがって、発行市場における投資家の保護を目的とした証券法五条が当然に適用されるのではないかが問題となる。前述のように、no-sale理論は、この適用を不要としているが、その理論的根拠は、これらの企業結合の場合、株主は個人として証券の交換等に同意するのではなく、株主総会の決議にもとづいて、会社が行なうのである。また個々の株主の総会における意思表示も、会社の機関としてなされるものにすぎないから、個々の投資家保護

を目的とした第五条の適用はなされるべきでない、というところにある。<sup>(10)</sup> この理論は、文字通り数十億もの証券を開示の外に置いたといわれているが、<sup>(11)</sup> 証券法成立の当初からこの理論が存在したわけではない。

(三) SEC創設（一九三四年）前に証券法の運用に当たっていたFTC（連邦取引委員会）は、合併等における証券の発行については、証券法五条の適用除外規定が存在しないことを理由に、これらの行為も証券法上の「sale」に該当するとしていた。<sup>(12)</sup> すなわち、一九三四年にFTCは、リオーガニゼーション（reorganization）に関する証券の登録についてForm F-1を定めたが、このFormの使用に関する規則の3は、リオーガニゼーションに関する計画又は契約を総会に付託することは、証券法上のsaleに含まれるとしていた。また、同じ規則の5は、右にいうリオーガニゼーションの内容を示しており、それは、(a)清算配当としてであれ、その他の方法であれ、資産の譲渡者の証券保有者に配分される証券と交換になされる資産の取得、(b)合意にもとづく証券の条件変更による再調整（readjustment）、(c)証券の発行者による、当該証券の他の保有者との証券の交換による再調整、(d)証券の発行者のなす、当該証券と他の発行者の証券との交換、(e)制定法上の吸収合併又は新設合併、の五種である。この時点で、右のような行為に対して証券法五条の適用を認め、登録届出書の提出と目論見書の交付を求めていることは、これらの行為の特殊性を認識した上でのことではないといえ、注目すべきことであろう。ここでは、いかなる行為に対しても「開示」を適用するという素朴な信念をみることができる。

ところで、SECが創設された三四年後半のある事件で、新設合併につき、当事者は、二つの会社の株主は、「法の効力」によって新会社の株主となるのだから、旧株式と新株式との交換はsaleに該当しないと主張したのに対し、

SECは、意見が分れたものの、この主張を認め、新設合併について開示を不要とする決定を行なった (Merch decision)<sup>(13)</sup>。これが no-sale 理論の端初であるが、この時点では、合併自体が比較的稀であり、どのみちそう重大な問題ではなかったといわれている<sup>(14)</sup>。翌年の三五年に、SECは、「Form E-1の使用に関する規則5に対する覚え書 (Note to Rule 5 of Form E-1)」において、右決定の立場を明示し、制定法上の吸収合併、新設合併、資産の売却について、制定法上又は基本定款上株主の議決を要する時は、その議決への付託は sale に該当しないとされた<sup>(15)</sup>。

その後四三年の Stanford 事件<sup>(16)</sup>で、SECは法廷助言者 (amicus curiae) として、新設合併に際しての証券の発行は、三三年法上いかなる目的においても sale に該当しないとし、また裁判所は、委任状の不実記載についても no-sale 理論を適用し、ここに至って、この理論は企業結合に対しては、三四年法をも含む全面的な適用をみることになる。SECが右の立場をとったのは、前記「覚え書」が存在していたためといわれるが、このころには、既にSECも、no-sale 理論が多くの抜け道を作っていることに関心を示しており、四一年の議会に対する報告<sup>(18)</sup>の中で、合併等がそのメカニズムの上では通常の公募の場合とは異なるものの、その結果において両者は同一であり、株主は実際には自分の旧い証券で新しい証券を買っているにすぎない、と述べるに至っている。したがって、前記 Stanford 事件での立場も、このような問題意識のもとにとられていたわけで、この矛盾が、合併等の増大と共に（それも開示を逃れるための合併等の増大と共に）明らかになってくる。すなわち、五〇年代の初めには、Stanford 事件での、証券法上のいかなる目的においても sale にならないという一律的態度が問題ごとに修正を加えられてくることにな<sup>(19)</sup>る。例えば、一定の行為が証券法五条の sale にならないとしても、内部者取引に関する三四年法一六条(b)（六ヵ月



の短期売買で得た利益の返還義務を定める)に「sale」には該当するとか、三三三法一七条、三三三法一〇条といった詐欺防止規定や三三三法一四条の委任状勧誘規定上の「sale」には該当するといった結論が認められるに至るのである。結局、no-sale 理論は三三三法五条との関係でのみ適用され、他の条文との関係では適用されないということになったが、このことは、証券法二条(3)の定義規定が条文によって適用の有無を異にするという結果を招来し、sale という語義の分裂という好ましくない事態を招いたことも事実であった。しかし、右に掲げられた諸条項が企業結合の場合において適用されること自体は、むしろ当然のことであろう。no-sale 理論が証券法五条について適用されることすら問題であるが、これが証券法全般に一律に適用されるということは、理論の独走といっても過言ではなからう。

かくして、五一年には、右のような経緯を踏まえて、有名な Rule 133<sup>(20)</sup> が定められることになる。これは、七三年一月に廃止されるまでの二〇年間、no-sale 理論の代名詞として様々な議論の対象となるが、その意図するところは、既述のような経緯に鑑み、no-sale 理論の適用を三三三法五条に限定することにある。<sup>(21)</sup> ただ、Rule 133 は「no-sale 理論を三三三法五条に適用し、証券発行の際の開示を不要とすること自体に対する批判には応えていないため、開示の理念を強調する立場から根本的な批判を受け続けることになる。ロス は、no-sale 理論に対し、「全体として許しがたい形式主義」であるとの強い批判を加えている。<sup>(22)</sup>

ところで、Rule 133 に対しては、ロスに代表されるように、法形式の相違に目を奪われ、事の実態を直視しない結果、投資家の開示による利益を奪っているとする、開示主義の理念からする反対がみられるが、他方、Rule 133

が証券法的全構造との関係において多くの摩擦を生み出しているとの認識も高まり、この点に対する批判は抜き差しならないほどのものとなる。

その第一が、Rule 133 と「引受人 (underwriter)」概念とをめぐる問題である。

証券法四条(1)は、「発行者、引受人、ディーラー以外の者による取引」について証券法の適用を除外しているため、例えば発行者の支配者 (controlling person) や、発行者による私募取引 (四条(2)) で証券を取得した者 (private placee) によるいわゆる第二次分売 (secondary distribution) については、厳密に解すると、これらの者が発行者にも引受人にも該当しないため五条の適用はないことになる。しかし、これを許容することは証券法の脱法を野放しにすることを意味するので、引受人の定義規定である二条(1)の三つの定義のうち、「分売の目的で発行者から証券を買う者」に発行者の支配者をも含むことにした(二条(1)<sup>23</sup>)。結局、第二次分売について開示を要するか否かは、当該の者に「分売の目的」があるか否かによるのであり、この点をめぐって複雑な理論が展開される。この「分売」の基準については、後に(一九七二年) Rule 144 がいくつかの一応の基準を提示することで若干明確化してくるが、ともあれ、第二次分売に際して、支配者等は分売の基準に合致する限りで引受人とされ、五条が適用されることになる。しかるに、Rule 133 取引の場合には、例えば、被取得会社の支配者は取得会社、すなわち発行者から証券を取得するため、分売の目的がある場合には、その者が取得会社の支配者とならなくても引受人となるのに反し、取得会社の支配者は、発行者でない被取得会社の株主から証券を取得するので引受人にはならないという不都合が生ずる。この点については、五九年の改正で Rule 133 に(b)~(f)を追加して、右のような者をも「引受人」とすることに

が、これによりまして引受人概念の分裂を増幅する結果となり、二条(1)に引受人の定義があるのに、SECが規則でその内容を便宜的に変更できるかといった根本的な批判すら招来することになるのである。

第二は、私募免除をめぐる問題である。

証券法四条(2)は、発行者による公募に非ざる取引について、証券法の適用を除外しているが、この点については周知のように、私募のメルクマールをどこに置かかについて複雑な経緯がある<sup>(24)</sup>。Rule 133との関係では、いずれにせよ、少なくとも証券法五条の適用を免除するのであるから問題はないかのようであるが、Rule 133取引については、その取引に関する総会の決議要件が全員一致を要する場合には各株主に拒否権があり、したがって各個の投資判断のままに議決できるので Rule 133の適用はないとする理論があるために、総会における全員一致を要求する規定をもつ閉鎖的会社<sup>(25)</sup>について問題を生ずることになる。すなわち、これらの会社については、元来私募免除が適用されるはずであるのに、「議決」という一つの形式が加わることによって、第五条の適用があることになる。この拾収不能とも思える矛盾に対して、SECは個人々人に対する不問状<sup>(26)</sup>(No-action letter)の付与という形でこれに対応することになるが、これはまた法の不確実性、法適用の不公平といった批判を生むことになる<sup>(27)</sup>。

ところで、前記の諸矛盾は、企業結合規制という問題に対して、あくまでも「開示」の適用・不適用という観点でのみ対応しようとしたことから生ずるのではないかと思われるが、ともあれ、右に代表されるような Rule 133 に対する様々な批判をうけて、開示制度全般について詳細な再検討を行なった Wheat Report<sup>(28)</sup>は、五種類の解決策を提示し、かつこれを検討した後に、Rule 133を廃止して、新たに企業結合に適合する登録手続を作るべきであるとの

結論に到達した。そして、この見地から、公開会社の場合には委任状説明書 (proxy statement) が最も適切な開示手段であるとし、委任状規則と性格・方法において本質的に変わらない登録手続を採用すべきであったのである。もっとも、この Report が委任状説明書を企業結合にふさわしいものであると考える際に、これについての理論的な考察を行なっているとは思えず、疑問も残るが(後述)、ともあれ、この方向に沿って七三年に Rule 145 が制定され、現在に至っている。

一九七三年一月一日に施行された Rule 145<sup>(29)</sup> は、長年証券法上の鬼子的存在であった no-sale 理論 (Rule 133) を廃止した画期的な規則である。これには、例えば資本構造の変更 (reclassification)・吸収合併・資産の譲渡とよった現象の範囲を画定しようとする規定や、引受人、第二次分売に関する調整的規定も存するが、これらは比較的付随的な規定であるからここでは触れず、「開示」の中味に焦点をあててみると、まず、合併等の計画が株主の議決・同意を得るために総会に付託される時は、その付託が証券法二条(3)の「売付」等に含まれることになり (Rule 145(a))、これに証券法五条を適用するという形式になっている。しかし、この五条の開示の中味は従来の登録届出書・目論見書とは異なるものとなっている。

まず、従来は、Rule 133 取引の当事会社の支配者による第二次分売に証券法が適用される場合(前掲一〇二頁)の登録様式にすぎなかった Form S-14 を修正して、Rule 145 取引の際の登録様式としての重要な役割を与え<sup>(31)</sup>、これによる登録届出書の一部をなす目論見書の部分を、委任状説明書の記載事項を定める付則 (Schedule) 14 A 所定の情報より成るものとした。つまり、合併に関しては、Rule 145 上の目論見書とは合併委任状説明書ということになる。

もつとも、こうなると、理論上、三四年法適用会社については、三三年法上の目論見書という名の委任状説明書と、三四年法上要求される本来の委任状説明書とを二重に送付しなければならぬことになるので、この調整のための規則の修正が行なわれた。すなわち、三四年法上の Rule 14a-6 は、委任状や委任状説明書の仮案を事前審査のために SEC に届出る旨を規定しているが、右の三三年法上の Form S-14 が届出られれば、この規則を充足することになった (Amendment of Rule 14a-6)。また同じく、委任状の勧誘をしない場合にも、勧誘をなす場合と実質的に等しい開示を求めた一九六四年の三四年法改正の際に定められたレギュレーション 14C により、これにもとづく付則 14C 所定の事項を記載した説明書類 (information statement) が総会の二〇日前までに株主に提供されなければならぬことになったが、三四年法の Rule 14c-5 は、この書類の仮案の写しを株主に送付する日の一〇日前までに SEC に届出るべき旨を定めている。そして、これについても、右の Rule 14a-6 の場合と同様、Form S-14 が届出られれば、三四年法上の右の規定をも充足したことになる (Amendment of Rule 14c-5)。なお、これらの修正をうけて、三三年法の下で登録された証券の申込又は売付の勧誘には委任状規則の適用はないとしていた三四年法上の Rule 14a-2 も修正され、Rule 145(a) の定める取引については委任状規則の適用がある旨が定められた。

四 以上概観したように、現在、no-sale 理論は、Wheat Report の方向に沿って廃止され、Rule 145 が制定されたが、その中味は証券法五条の開示といながら委任状説明書である。このことは具体的には、被取得会社の株主が被取得会社からは委任状説明書を受取っても、肝心の取得会社からは何も受けないといった不合理な事態をなくし、取得会社も発行者として (その意味では三三年法五条をクッションにして)、(目論見書という名の) 委任状説明書を

提供しなければならぬということの意味する。つまり、被取得会社による間接的な開示に加えて取得会社による直接的な開示も必要になったというわけである。規制の体裁の上では不恰好という他ないが、この方向自体は、継続的開示を中心にした、三三三法と三三三法の調整といった「連邦証券法典」への動向とも合致し、<sup>(32)</sup> いわばそれを先取りしたものともいえ、巧妙と評することもできるであろう。しかし、この行き方が、企業結合に対する規制のあり方として、その特質に真に合致したものであり、またこれに正面から応えているかとなると別問題といわざるをえない。

元来、証券法五条の開示は、発行市場における投資家の自由な投資判断を保証するものであるのに対し、委任状説明書は議決権行使のための判断資料にすぎない。但し、アメリカの場合、委任状説明書は勧誘をしてもしなくとも要求される等の点から、より一般的な開示手段としての性格をもっており、これが証券法五条の開示の中味であっても差し支えないわけである。しかし、合併等にあつては、委任状説明書より得た自己の投資判断を最終的に貫けるとは限らず、決議の結果によっては自己の判断と異なった結論に服さなければならぬ。もとより、この場合に備えて反対株主には株式買取請求権が認められているのであるが、そうなると、委任状説明書の中心的機能は、買取請求権行使のための判断資料という消極的機能にすぎないものとなる。ここでは会社から出て行くか留まるかという判断を迫られる。委任状規則による開示に対しては、有益であることに疑いないとしても、その情報を理解できない者等を、無知・無力と笑って放置するのが法のとるべき態度であるかを問題視される竜田教授の確な指摘があるが、<sup>(33)</sup> 合併等については、その開示の本来の機能自体が右のようなものであるにすぎない点が重視されるべきではないかと思われる。

アメリカ連邦証券取法にあっては、既述のように、企業結合に対し素朴に開示原理をそのままに適用しようとするところから始まり、Rule 145に至るまで、一貫して変わらなかったことは、企業結合に対して証券法五条の適用があるか、といった問題の設定の仕方であり、そこには対象の特殊性に注目して、基本的な原理そのものを問はずという観点は存在しなかったように思われる。その意味では、合併等は法効果として達成されるので開示は適用すべきでないという考えも、合併等の実態は単なる契約にすぎないので開示を適用すべきだとする考えも、その問題意識の点では共通しており、結局は、開示主義という枠の中で企業結合の一面的な性格をそれぞれ強調していたにすぎないのではなからうか。前記経緯からすると、開示は、「公正」を維持するための間接的な手段であるが、企業結合という場には、むしろ、その本来的機能を十分に発揮するための条件が備わっていないのではないか、との基本的疑念すらもたれるのである。もとより、かかる疑義は一つの推測、ないし仮説にすぎず、アメリカ連邦法の経緯のみから、直ちに導かれるものではない。しかし、アメリカ連邦法の no-sale 理論をめぐる試行錯誤には、右のような予測を裏付けるものがあり、またそれは、開示原理の最も進んだアメリカ連邦法にして始めて試みることのできた一つの大がかりな実験であり、唯一の貴重な教材であったように思われてならない。

(6) 開示の三つの機能については、Note, Disclosure as a Legislative Device, 76 Harv. L. Rev. 1273 (1963). など、河本一郎「社会構造の変化と株式会社法」神戸法学雑誌二三巻一・二号二六頁参照。

(7) これらの諸点については、ロスII矢沢「アメリカと日本の証券取引法(上)」三頁以下参照。

(8) そのため開示全般の見直し論が盛んである。M. Cohen, "Truth in Securities" Revised, 79 Harv. L. Rev. 1340 (1966) (矢沢惇訳「アメリカ証券取引法の基本問題」証券経済時報特別号所収)。また、その延長上の問題ともいえる連邦証券法典

編纂の動きについては、神崎克郎「米国連邦証券法典の編纂」商事法務六〇〇号四九頁。

- (9) 正確には、合併提案を合併承認総会の議決に付すことが、二条(3)の売付又は売付の申込となり、「といふことである。」
- (10) Loss, 1 Securities Regulations, 521 (2nd ed. 1961).
- (11) Id. 522.
- (12) 以下の沿革を参照せよ。Id. 518. フレドマン。
- (13) Disclosure to Investor-A Reappraisal of Federal Administrative Policies under the '33 and '34 Acts (The Wheat Report), 255 (1969).
- (14) Id. 256. 大恐慌をはさむ第二次合併ブームを終えて、この時代は最も合併の少ない時代である。宮崎義一・寡占八一頁。
- (15) 但し、前記五種のリオーガニゼーションのうち(9)(d)については開示が必要。
- (16) Leland Stanford, Jr. University v. National Supply Co., 46 F. Supp. 389 (N. D. Cal. 1942), rev'd, 134 F.2d 689 (9th Cir. 1943), cert. den. 320, U. S. 773 (1943).
- (17) Loss, supra 524.
- (18) Id. 523.
- (19) Wheat Report, supra 258.
- (20) Securities Act Release No. 3420 (Aug. 2, 1951).
- (21) 但し、Rule 133 における前記「覚え書」の(d)(2)に相当するいわゆる reclassification (資本構造の変更) をも no-sale 理論の適用内であることは、覚え書とは異なる。
- (22) Loss, supra 522.
- (23) 但し、これは二条(d)についてのみであり、四条(1)の発行者又は支配者に含まれなく。Note, Rule 144: SEC Regulation of Dispositions of Securities by Controlling Persons and Private Places, 25 Vand. L. Rev. 845, 861 (1972). 以下では、発行者概念の分裂がみられる。



- (24) 『そのほかの「モス」案』(前掲一四九頁以下(神崎教授執筆))。Id. 851, Bloomenthal and Wing, Securities Law-Cases-Text-Problems, 4-1 (1973).
- (25) 特定の決議事項に全員一致を要求することはアメリカの判例の認めるところである。酒巻俊雄「閉鎖的会社の法理と立法」四六頁。
- (26) SECに対する個人間の問合わせに対して、SECとしてその者に対して責任を問わなうことを明かす文書。Bloomenthal and Wing, supra 1-30, Lowenfels, SEC "No-Action" Letters: Some Problems and Suggested Approach, 71 Col. L. Rev. 1256 (1971).
- (27) この問題については、その後一九七四年に(七五年に修正)私募の基準について定める Rule 146 が制定され、その(1)に Business Combinations の項が設けられ、私募の規定を若干変容してこれにも適用することとなる。但し、Rule 146 自体が、不確実性を増したとして不評である。Kessler, Private Placement Rule 146 and 240-Safe Harbor? 44 Fordham L. Rev. 37 (1975). Kinderman, The Private Offering Exemption: An Examination of its Availability Under and Outside Rule 146, 30 Bus. Law. 921 (1975).
- (28) 前注(2)参照。この紹介として、竹内昭夫「開示に関するSEC規則の抜本的改正の方向」商事法務四八九号二頁。
- (29) 17 C. F. R. § 230. 145 (1973).
- (30) Bloomenthal and Wing, supra 4-255, Heyman, Implications of Rule 145 Under the Securities Act of 1933, 53 Boston Univ. L. Rev. 785 (1973).
- (31) Bloomenthal and Wing, supra 4-267, 7-18. 委任状規則等については、今井宏「議決権代理行使の勧誘」参照。
- (32) Cohen, supra 1340 (矢沢訳・前掲書)、神崎・前掲商事法務六〇〇号。
- (33) 竜田・前掲法学論叢二七〇頁。

### 三 カリフォルニア州会社証券法の立場

(一) 既述のアメリカ連邦法の「開示」によるアプローチは、少なくとも合併等の「公正」確保という観点からは、総会決議の結果が貫かれる以上、二次的な意義しかもちえないと評することができる。まして、企業結合が様々の利害が衝突する極めて動態的な局面であることからすると、開示によって投資判断をなすこと自体が一般投資家にとつては極めて困難という本質的な事情が存在することも忘れられてはならないであろう。

ところで、このような見地に立った場合、アメリカ連邦法とは対照的に、一般の発行市場をも含めて規制主義の立場をとっていた一九六八年改正前のカリフォルニア州（以下カ州と略称）会社証券法が、一九六八年の改正法により、開示原理を大幅に取り入れるに至った一連の動きは極めて示唆に富むものといえる。以下、簡単にその概要を示すことにしたい。<sup>(34)</sup>

(二) 一九六八年の改正前のカ州会社証券法（以下旧法と呼ぶ）は、一般の発行市場をも含めて徹底した規制主義による証券規制を行ってきた注目すべき立法例である。

まず、旧法にあっては、カ州で会社がその発行する証券の売付け等をなすには、会社はそのための許可証(permit)を会社局長官(Commissioner of Corporation)より得なければならず、この許可証なしに売付け等をなすと、当該証券そのものが無効となり、さらに事情に応じて裁判所の差止命令も発せられ、罰金刑も科せられる。また、この場合の「売付け」には、合併、テnder オフア等の企業結合に際しての証券発行も含まれ、一般の証券発行の場合と

規制内容に相違はない。

他方、会社局長官は、許可証の付与にあたっては詳細な実質的審査を行ない、その基準は、当該証券発行が公正 (fair, just and equitable) であるか否かに尽きる。必要に応じて条件を課すこともできる。この場合の「公正」の立証責任は許可申請をなす会社<sup>(36)</sup>にあり、一般投資家にとっては極めて有利といえる。

ところで、連邦法とは正反対に、一般の証券発行をも含めて規制主義の立場をとるこのカ州の方式は、会社証券規制の近代化、連邦化の名のもとに一九六八年に改正をみたが、その結果は、規制主義の原則を堅持しつつ、一般の証券発行行為と企業結合に際しての証券発行行為とを区別して、その特質に合致した法規制を行なおうとした、とみることができるのではないかと思われる。

一九六八年改正法によると、従来は、証券を発行するためには会社局長官の許可(証)が必要であったが、連邦法上の開示規制を導入したため、許可の上位概念として資格付与 (qualification) という概念を認めることになった。すなわち、証券を発行するにはその証券について資格付与を受けなければならない。そして、従来の「許可」は、資格付与の一つの形態とされ、新たに次の二つの資格付与の形態が認められた。その第一は、三三年連邦証券法により登録届出書を SEC に提出した証券について認められる同時資格付与 (qualification by co-ordination) である。これによると、登録届出書を SEC に提出した日より一定の期日内に、右登録届出書の写し等をカ州会社局長官に提出した場合には、停止命令等が出されていない限り、三三年法上の登録が発効すると同時に、自動的に資格付与の効力も生ずることになる。その第二は、通知による資格付与 (qualification by notification) であり、これによると、

連邦の三四年法一二条により継続的開示のなされている証券または連邦の投資会社法により登録された投資会社の発行する証券で、同時資格付与によることのできなかったものについては、やはり一定の書類と共に申請書を会社局長官に提出すると、一定の期日に自動的に資格付与の効力が生ずることになる。もつとも、三四年法一二条によって登録するような会社のなす証券発行は公募によることが多いであらうし、その場合には三三年法の適用があるため同時資格付与が利用される。また後述のリオーガニゼーションに該当するような行為に関して証券が発行される時は、別の規制に服することになる。したがって、この通知による資格付与方式はほとんど利用されないものと推測されている。<sup>(37)</sup>

新たに認められた、この二つの資格付与方式は、連邦化の一つの象徴であり、一般の証券発行について、連邦法適用の限度において、その開示規定を導入するものであるが、連邦法の適用がない場合についても、均衡上、重要な改正がなされている。すなわち、規制主義の立場を維持しつつ、従来、申請者による「公正」の立証責任を、会社局長官による「不公正」の立証責任へと転換したことがこれである。会社局長官は、当該取引を不公正と認めたときに限り、不許可処分、停止命令等の処分をなすことができるにすぎない。これまで、公正・不公正の基準について予測が困難であり、許可の申請をして審査を受けてみなければ当該証券発行を適法に進めうるかが判明せず、当事者にとって不安定な要素が大きすぎたことがその理由である。<sup>(38)</sup> また、委員長代理 (Deputy Commissioner) によって作成される許可証自体に対しても、その説明部分<sup>(39)</sup>が、法的正確さを追求するあまり、一般人にはわかりにくいものとなっており、開示手段としての許可証が極めて役に立たないものになっているとの批判<sup>(40)</sup>があったが、これも立証責任転換

の理由となつてゐるのではないかと思われる。今回の改正以降は、会社局長官の不許可処分がなされない限り、発行者自身の手になる開示が行なわれることになつたものと考えられる。

カ州会社証券法の一九六八年改正で、それも特に本稿にとつて重要なのは、資本再編成<sup>(41)</sup> (recapitalization) と共に、吸収合併、新設合併、証券を対価とする資産の買付、をその内容とするリオーガニゼーション<sup>(42)</sup> に関連する証券の売付については、旧来の立場が堅持されたことである。すなわち、かかる売付をなすには、「許可」による資格付与を受けなければならず、この際も、立証責任は転換されない。したがつて、合併等をなすには、許可申請者は当該の証券発行行為が「公正」であることを立証しなければならない。合併等に関する公正基準については、情報開示の適切性、補償の適切性、会社にとつての必要性といつたことが挙げられるが、要するに、合併等それ自体の「公正さ」が中心の問題である。もとより、この場合にも、情報の開示は、投資家保護の必要条件<sup>(43)</sup> としてその機能は十分に果たなければならないが、その背後において、当該取引の「公正」を確保すべき体制が確立していることは、投資家にとつては、まことに心強い限りといふべきであらう。

(三) ところで、リオーガニゼーション (及び資本再編成) 以外の一般的な証券発行については、或いは連邦法上の開示規定を導入し、或いは「公正」の準証責任を転換して、本来の規制主義の機能を弱め、又は開示原理を導入したのに対して、リオーガニゼーションについて、依然として従来の規制主義の立場をそのまま堅持したことは極めて興味深い。その理由は必ずしも明らかでないが、(二)で触れたように、規制主義についてはそのマイナス面、すなわち、許可に対する予測の困難、不安定性、開示手段としての許可証の非実効性等が指摘されていたことを考えると、その

理由としては二つの臆測がなり立つように思われる。第一は、右の規制主義のマイナス面は、主として一般の公募等についていいうること、必ずしも合併等について妥当するものとはいえない、ということであり、第二は、合併等についても同様のマイナス面は存するとしても、それを甘受してもなおかつ、合併等については、規制主義を要請するだけの条件が備わっている、とすることである。いずれにせよ、このカ州の行き方は、企業結合についてこそまさに規制主義が必要であり、この場合においては、開示は、公正維持という観点からみれば二次的な意義しか有していないとする推測・仮説に大きな力を与えるもののように思われる。

なお、連邦法の Rule 145 にあつては、結局、委任状説明書による開示が企業結合について行なわれることになつたことは、前記二で述べたが、カ州では、従来、合併等についての決議を総会にかける前に、会社局長官から予備的許可を得、その上で決議の実行段階で改めて許可を得なければならなかつた。六八年改正法は、この点につき、予備的許可を不要としたが、そのかわり、当該取引がまだ資格付与を受けておらず、それを得てからでない証券対価を受領することは違法である旨を明示せしめ、さらに資格付与のあるまでは証券の発行も対価の受領も一切行なつてはならないことを条件としている。<sup>(45)</sup> また、委任状勧誘等について連邦法の規制が及んでいる場合にはこれに委ね、連邦法の適用がない場合には委任状勧誘資料等の記載事項について規則で定めることになつてゐる。これを要するに、カ州にあつては、委任状説明書乃至それに相当するものが、総会での議決に先立つて各株主に送付されても、なお、会社局長官の許可を要する、ということの意味している。このこともまた、連邦法の Rule 145 と比較して、企業結合という場における、開示の機能的限界、規制主義の必要性を如実に物語るものではないかと思われる。

(34) 以下の記述は主として、竜田「カリフォルニアの証券行政——合併を中心に見た投資家保護」インベスメント二〇巻六号二頁以下、同「カリフォルニア会社証券法の改正」インベスメント二二巻四号二頁以下、川内克忠「カリフォルニア州会社証券法と投資者保護」(星川先生還暦記念「英米会社法の論理と課題」二五二頁以下)に負っている。

(35) この審査に携わる人的物的機構については、竜田・前掲インベスメント二〇巻六号九頁。

(36) 投機性の強い事業・発起株式に対しては一般に条件が課されるといわれる。

(37) 竜田・前掲インベスメント二二巻四号「Sterling, California Corporate Securities Law of 1968: Underwritings and Corporate Reorganizations, 23 Bus. Law. 645, 646 (1968)。」

(38) 竜田・同右。

(39) 許可証は、通常目論見書や募集回状(ここには申請人の事業、歴史、財務財表等が含まれる)と同様の情報よりなる説明部分(recitals)と、発行許可文言(issuance authority 発行株式数等が書かれる)と、許可条件、との三つの部分より成り、開示機能を有している。Heath, Administration of the California Corporate Securities Law, 13 U. C. C. A. L. Rev. 513, 514 (1966)。

(40) Id. 515, 516。

(41) 内容的にみて、前記の reclassification と同様に考えてよい。

(42) 但し、株式と他会社の株式との交換によるものは、一般の証券発行として扱われる。結局、いわゆる株式を対価とするエクスチェンジ(ストック)・テNDER オフファについては企業結合規制の一環としては扱われないことになったものと思われる。キャッシュ・テNDER オフファも含めて、加州のテNDER オフファ規制には不明の点が多いが、このたびの改正で新たに規制の対象となった非発行者取引(non-issuer transaction)の定義が「直接にも間接にも発行者のためになされるのでない取引(1968 Law § 25011)」と極めて広範であること、またこの非発行者取引規制の適用除外として、広告を併わない個人間の直接取引が挙げられている等の点は、通常テNDER オフファは新聞広告等を伴うことからみて、重要なポイントと思われる。ともあれ、テNDER オフファに固有の規制はないものと思われる。

証券取引における開示の機能的限界

(43) 竜田・前掲インベストメント二一巻四号一二頁以下。

(44) 竜田・前掲インベストメント二〇巻六号一六頁。

(45) これらの事実については、竜田・前掲インベストメント二一巻四号一三頁。

#### 四 イギリス法による示唆

(一) 他方、イギリスにおける証券発行に対する規制手段としては、目論見書及びその不実記載に対する民事・刑事責任等を定めた一九四八年と一九六七年の会社法、投資者の保護を目的とし様々の免許・許可事務等を通商産業省(以前の商務省の権限が移管されている)に行わしめる一九五八年詐欺防止(投資)法並びにそれにもとづく諸規則、及び、実際には会社法等よりもはるかに重要といわれる株式取引所規則、さらに、シテイによる自主規制を定めたテークオーバーと合併に関するシテイコード、の四種が重要である。<sup>(46)</sup>そしてこの中で本稿にとって特に重要なのは会社法上の合併規制とシテイコードによる規制であり、この二つの規制手段にみられる合併等に対する規制のあり方、開示の地位等が当然に検討されるべき対象となる。ただ、紙幅の関係もあるので、ここでは合併に関するイギリスに特有の事情に触れた後に、会社法上の合併規制の骨格を、裁判所の役割を中心に瞥見することとしたい。

まず、合併に関するイギリスに特有の事情とは、イギリス法上の「合併」概念にある。すなわち、イギリスにおいては、日本・ドイツ・アメリカにおけるような、法効果として消滅会社の権利義務が包括的に吸収会社・新設会社に承継される法律上の合併制度が明確な形で存在していないことである。<sup>(47)</sup>具体的にあるのは、常に、会社と株主・債権



者との協定、テークオーバービッド、株式の取得、資産の譲渡、といった既存の法概念にすぎない。<sup>(48)</sup> もっとも、会社法は、合併等を対象として、裁判所の一定の関与を認める規定(二〇六条(二〇八条)や、反対株主に株式買取請求権(二八七条)等を定めているが、これも例えば、前者については、会社と債権者・社員との協定に關して、その拘束力を他の反対社員にも及ぼしたい時に利用しうる規定という形をとっており、また、後者も、様々の清算手段のうちの一つである任意清算(voluntary liquidation)をなすに際して、当該のケースが特に、その会社の全部又は一部の財産を他の会社に譲渡するとか、譲受会社の支払った現金・株式等の対価が譲渡会社の社員に分配されるといった一定の条件を充足する場合について、特に反対株主に株式買取請求権を与えているにすぎない。すなわち、これらの会社法の規定は、適用の条件と法効果のみを規定しており、その対象を何ら特定していない。<sup>(49)</sup> (現金を対価とする資産の取得も入る)。もっとも、アメリカの合併動向(merger movement)等の影響からか、イギリスでも最近 merger の語を用いることが多くなったが、既述のように、これにはテークオーバービッドや支配株式の譲渡も含まれ、この概念の中心はむしろ支配権の移転にあると思われる。<sup>(50)</sup>

ところで、右のように、イギリスでは合併を固定した合併概念で把えずに、合併「現象」として把握するために、本稿のように、テンドーオフア等の支配権移轉行為をひとまず除外して、まず合併等について検討したいとする場合にも、そのもつ意味合いは、アメリカ連邦法や加州会社証券法の場合とは全く異なることに留意しなければならない。本来、イギリスの合併を論ずるには、あらゆる合併現象について論ずることを余儀なくされる。その意味では、以下の(二)は、合併の中の、会社法が関与する部分を特にその中心としているものといえる。

(二) 合併については、会社法とシティコード<sup>(51)</sup>が直接検討の対象となるが、このうちシティコードは、シティによるテークオーバー<sup>(52)</sup>と合併に関する自主規範であり、その執行機関はパネル<sup>(53)</sup> (Panel on Take-overs and Mergers) である。このコードは、定義、一〇の一般原則、三九の規則から成るが、その適用対象となる申込 (offer) には「テークオーバー及び合併の取引を、その態様のいかに問わず、必要なぎりぎりすべて含む……」とされており、その主たる対象をテークオーバービッドに置いてはいるものの、原則としてあらゆる合併現象を規制対象としうるものである。特に一般原則は重要な意味を持ちうると思われる。ただ、それら合併現象のうちで、前記の会社法の条文中に掲げられた条件に合致した範囲内で、強力な裁判所の役割が用意されているため、事実上、シティコードの一般原則に訴えることがないのにすぎない。

この点でまず、会社法二〇六条が問題となるが、本条は会社と債権者・社員との間に (契約としての) 整理<sup>(54)</sup> (con-  
promise) 又は協定 (arrangement) が計画された場合につき、その効力を反対者にも及ぼしたい場合には、一定の要件のもとに、裁判所の認可を必要とする旨を定めている。この二〇六条に該当するケースとしては、(1) 会社が支払不能となり又は会社の資産がその負債と株式資本の総額を下廻ったために、社員や債権者の権利を変更する場合 (整理に該当)、(2) 会社の資産が負債と株式資本の総額を上廻ったため、新たに資本を調達し又は資本構造を変更するために社員や債権者の権利を変更する場合 (reorganisation と呼んでいる)、(3) 合併、の概ね三つのカテゴリーがある<sup>(55)</sup>が、合併もこれらのうちのひとつとして本条の適用をうけることになる。但し、社員総会等での、持分の四分の三を代表する多数の賛成を必要とする (二〇六条二項)。しかし、この決議のための集会招集の通知には、当該計画の趣旨、

取締役の実質的利害等の情報を開示しなければならない(二〇七条、これは委任状勧誘書類に類したものである)。すなわち、二〇六条適用の範囲では、主として、当該計画承認のための集会における開示と、裁判所の認可という二つの法的対応がなされるが、大事なことは、この裁判所の認可の基準として、判例法上(1)合理性(reasonableness)(2)善意(good faith)(3)公正(fairness)の三種が挙げられていることである。<sup>(56)</sup>これらが実際に用いられることは稀のようであるが、債務整理、合併等を通ずる基本原理として注目に値するといえよう。

次に、二〇八条は、二〇六条の計画のうちの合併について特に規定するが、これによると、裁判所は当該計画を認可する命令又は爾後の命令に、財産の譲渡、株式の割当、清算を伴わない解散(この命令がなされると我々の合併概念と最も近くなる)、異議者のための規定、その他付帯的・付随的・補足的規定等を定めることができる。<sup>(57)</sup>これによって、元来二〇六条については法規上存在しない反対株主の株式買取請求権も認められる余地がある(反対あり)。本条は、合併について、裁判所が単なる違法適法の判断を超えた、いわば行政的役割を担っていることを明らかにしており、イギリスの合併規制の特徴として特に注目すべき点である。かかる機能を裁判所が担っていることについては、その調査能力等の点からみて、必ずしも適当とはいえないとする批判<sup>(58)</sup>もあるが、部分的には実効性を有しているともいわれている。<sup>(59)</sup>ともあれ、この点については、イギリスでも制度論を模索している段階といえよう。

二八七条は、それが任意清算の部分に規定されていることから明らかなように、少なくとも譲渡会社清算に入る場合について規定するものである。本条適用のための条件は、他に、譲渡会社が、その事業・財産の全部又は一部を他の会社に譲渡又は売却し、かつそのことについて特別決議による承認を得ていることであり、さらにその譲渡・

売却の対価（現金・株式……）が譲渡会社の社員に分配されることである。本条適用の効果は、当該計画に、譲渡会社の社員が拘束されること、及び反対株主に株式買取請求権が付与されていること、である。譲渡会社清算に入るという状況を、二〇六条以下の場合よりも決定的な局面とみたためか、反対株主の一層の保護を図ったものであろう。ただ、二〇六条以下の場合の方がより一般的な規定であり、どちらの規定を利用することもできるといったケースが多いため、会社の多くは二八七条（その反対株主の株式買取請求権）を避けるために二〇六条以下（特に二〇八条）に拠ろうとする傾向があるようであり、したがって、二〇六条以下の場合にも反対株主に株式買取請求権を付与しようとする動きのあることは、既に触れた通りである。ところで、二八七条の場合には、規定の上では裁判所の関与はないことになっているが、実際には、清算人は常に、当該計画を実行する前に裁判所の承認を得ることになる。<sup>59</sup> というのは、清算法理の問題として、強力な検査権等を背景とした裁判所の清算命令、監督命令（二八七条五項、三〇七条、三一一条）が当該決議成立後一年内に発せられ、かつ裁判所が当該決議を承認しない場合には、その決議は無効となってしまうからである。仮に、反対株主が一定期間内に買取請求通知をしなくても、その者は、当該清算において生じた問題を解決する命令を裁判所に請求し、あるいは裁判所の清算命令、監督命令を申立てることができ、裁判所が当該計画を不公正（unfair）<sup>60</sup>と認めた場合には、当該計画のための特別決議は無効となる。実際には、二八七条は二〇六条以下に比べて利用されることが少ないようであり、また、その裁判所の機能も「清算」という現象に注目したものであるが、少なくとも本条が適用される場合には、実質的には当該計画自体の公正さが問題になると考えられる。なお、本条に特有の開示規定は存在しない。

(三) 開示原理はイギリスにその発祥の地を見出し、アメリカにおいてその花を開いたものといわれるが、イギリスでは、会社法上の目論見書規定の他に、一九六七年の会社法改正において強化された一連の開示規定が存するといふものの、アメリカに比べると、その開示を中心とした証券規制の体制は全く遅れたものといつて過言でないであらう。そして、その原因は一言でいえば経済的規模の違いによるのであらう。しかしながら、こと合併についていえば、裁判所という伝統的な機構によるものとはいえず、事前の承認・認可というまさに規制主義的姿勢が貫かれていることを重視しないわけにはいかない。その後、イギリスが合併現象の増大という事態に当面して、ためらうことなくシテイコードという別の規制主義的対応をしたことと併せて、推測するに、このことは、合併等の規制体制を確立するために、別段、開示主義を基礎とした壮大な体系を必要としない、ということを意味するものとも思われる。敢えて言うなら、アメリカ連邦法の企業結合規制に関する模索の姿は、「開示」原理の優越性が強調されすぎるあまり(或いはその壮大な開示の体系に対するプライドの故にか)動きがとれず、逆に「桎梏」となっている姿なのではあるまいか。もとより、イギリスも模索をしている。しかし、合併等に関する限り、その基本原理は、近時の労働党青書<sup>(61)</sup>に至るまで揺ぎないかに見えるのである。

(46) これら二つについては、Schmitthof, *The Issue of Securities in Great Britain* (1969) J. B. L. 1. 以下参照。

(47) Peppiatt, *British and American Business Law: A Brief Comparison*, 16 *Bus. Law*. 54, 59 (1960).

(48) Weinberg, *Take-overs and Mergers*, 3rd ed. (1971). の第二部には実に様々な法形態が分類されている。

(49) かかる現象の背景等については、酒巻「株式会社の本質観と会社法理——イギリス法とアメリカ法——」(星川先生遺稿記念「英米会社法の論理と課題」一頁以下)を参照。イギリスの合併制度は、イギリス会社法の本質たる契約理論の特徴を如実に表わしている。

- (50) 同じ問題を取り扱っていても、その呼び方は論者により、例えば、“arrangements and reconstructions (Palmer, 21 st ed.)”, “reconstructions and take-overs (Gower, 3 rd ed.)”, “reconstructions, amalgamations, divisions and take-overs (Pennington, 3 rd ed.)”, “take-overs and amalgamations (Weinberg, 2 nd ed.)”, “take-overs and mergers (Weinberg, 3 rd ed., Gore-Brown, 42 nd ed.)” という具合に様々である。この理由は、それぞれの語の歴史性、法的正確さ、経済的用法等の各観点に対する重点の置き方の相違によるものと思われる。
- (51) 七二年改正を経たシタイコード及びその実施要領の全訳、竜田「シタイ・コードの改正」インベストメント二五巻二号一  
九頁以下。
- (52) テークオーバーは乗っ取りのニュアンスを持つが、法的には合併との間に相違はない。
- (53) その運用に対する評価等は次稿に待つが、イギリスでは必ずしも不評ではない。但し、労働党を中心とした批判も強い。
- (54) compromise は、当事者間の権利に関する紛争を停止し、もしくは紛争はないが実現の困難な権利を変更する契約をいふ。Pennington, *Company Law*, 3 rd. ed., 450 (1973). 本来の意味は歩み寄ってなす合意のことであるが、まさに私的整理契約の実体を有する。arrangement は compromise よりはるかに広範な概念であり、何ら紛争のない権利の変更、及び困難なく実現しうる権利の変更をも含む。したがってこれは単に協定にすぎない。ちなみに日本の商法の整理（制度としての）はイギリス会社法を参照したものと、いわれるが、compromise がその原型と思われる。ここにいう arrangement を和議と訳するのは（青山善充・注釈会社法（8）一一四頁）、イギリスに関する限り、破産法的観点に偏していると思われる。
- (55) Pennington, *supra* 453.
- (56) Id. 459, 462.
- (57) Id. 779.
- (58) Gower, *The Principles of Modern Company Law*, 3rd. ed. 639-642 (1969).
- (59) Pennington, *supra* 773.
- (60) Id. 775.
- (61) “The Community and the Company”（青書の訳として、星川長七川内克忠「社会主義的会社法の構想（上・中・下）」  
商事法務六九九、七〇〇、七〇二号）。

## 五小 括

本稿は、合併、資産譲渡等の現象に対する開示の機能を、他方に規制主義的対応を念頭に置きつつ、アメリカ連邦法、カリフォルニア州法、イギリス法を例にとって概観したが、この不十分な検討によっても、一つの大きな流れ、即ち、「少なくとも企業結合については規制主義が要請され、そこにあつては開示は二次的手段となる」とする傾向を看取できたように思われる。そして、このことは単なる傾向というよりも、証券取引の静態的局面と動態的局面のそれぞれの特殊性に合致した規制として、理論的根拠をも十分に有しているといえるのではあるまいか。今後、この二つの局面を区別することなく、漠然と開示主義・規制主義を論ずることはできないように思えるのである。

そこで、かかる認識に立つ場合、これを一つの傾向として座視するだけでなく、これを一つの仮説とみて、他の支配権移行為について検討する際の一つの拠り所とし、かつ将来へ向けての立法論的作業へと継続させる必要があるように思われる。私は、こうした見地に立つて、次稿においては、他の支配権移行為として、支配株式の売却、テンドーオフアを取り上げ、これを右の仮説を念頭におきつつ検討し、それらをもとに本稿をも含めた全体的結論を示したいと考えている。

なお、本稿は規制主義を部分的にはいえ強調する結果となっており、また今後この方向の可能性を探らうとする以上、規制主義的立法の実現性に対する配慮を欠くことはできない。まず、我が国の証取法運用の実状からみると、企業結合を云々する以前に、まず現行法を機能せしめるという課題すら難題のように思える。しかし、企業結合

に対する規制体制を確立する前に、まず開示の整備・強化を、という論は少なくとも企業結合に限っていえばこれを採用しえないことは、アメリカ連邦法の一連の経緯が示すところであろう。また、規制主義には時間と費用が経済的に過大となる、とする批判<sup>(62)</sup>もあり、これも極めて重要な論点である。ただ、これについては目下、理念的ではあるが一応次の点を指摘しておきたい。すなわち、まず、規制主義は、これを全面的に行なうのではなく、開示主義的制度の整備の上に、企業結合についてのみ採用するということが考えられないか。次に、費用がかかる等の点については、仮に規制主義を採用しなくても、合併の「不公正」を理由とする合併無効の訴等<sup>(63)</sup>が、企業結合が行なわれた後に認められるなら（そして、これは合併の「公正」を追求する以上、規制主義をとらない国の必然的な傾向ではないかと思うが）、結局、裁判所で時間と費用（法律家、エコノミスト、会計士等が証人又は鑑定人として採用されることになる）をかけて争うことになるのであるから、国民経済的見地からみて、規制主義に要する費用は、純然たる現実の費用に、時間及びその一律適用による公平さという観点をも加味して考えると、さほど決定的な阻害要因とはならないといえるのではなからうか。

(62) 亀田・前掲現代法学全集四八五頁。

(63) 亀田・前掲法学論叢二六四、二八六、三〇一頁。

(追記) なお、岸田雅雄助教授は、昨年一〇月の私法学会（於成蹊大学）における「企業結合における公正の確保——アメリカ法を中心として——」と題する報告において、アメリカ連邦法上の「開示」の意義を積極的に評価しておられる。本稿は、むしろ逆に企業結合についてはアメリカ連邦法の動向を反面教師とみており、かなり立場が異なっている。この点については、岸田助教授の論稿が活字となった段階で検討を加えたいと考えている。