

平成 31 年 5 月 5 日現在

機関番号：34310

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2015～2018

課題番号：15K16949

研究課題名(和文) 企業買収時の経営者に対する規律づけのメカニズムに関する研究

研究課題名(英文) Research on Mechanisms to Regulate Managers in Corporate Acquisitions

研究代表者

白井 正和 (SHIRAI, MASAKAZU)

同志社大学・法学部・教授

研究者番号：10582471

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、友好的な企業買収の場面を対象に、対象会社の経営陣を規律づける仕組みとして考えられる、株主の判断を通じた規律づけの仕組み、取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけの仕組み、及び裁判所の判断を通じた規律づけの仕組みの3つの仕組みを取り上げ、これらの仕組みについて、規律づけの手段として機能することを妨げる障害となっている問題は何かということ明らかにするとともに、企業買収の場面における過度なコスト増にならないよう配慮しながら、これらの問題を解決するための制度改善の方策を検討した。また、わが国の企業買収の現状等に鑑み、どの仕組みをどの程度利用することが適切かについても考察を試みた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、対象会社の経営陣に対する全体として十分な規律づけを実現するための制度改善の方策を検討するとともに、上記～の3つの仕組みを念頭に、どの仕組みをどの程度利用することが、副作用として生じるコスト増の問題等を最小化するような制度設計となる可能性を高めるかについての考察を試みた。このような検討・考察は、上記～の規律づけの仕組みのいずれについても現時点では機能不全に陥っている可能性が否めず、また、経営陣に対する規律づけの議論が十分に蓄積された状況にあるとはいえないわが国の企業買収法の分野において、学術的な観点のみならず社会的にみても重要な意義を有するものと考えられる。

研究成果の概要(英文)：In this research, I analyzed on the mechanisms to regulate management teams of target companies in corporate acquisitions. There are three mechanisms to regulate management teams, (1) a mechanism of discipline through the judgment of shareholders, (2) a mechanism of discipline through the board of directors or third party committee, and (3) a mechanism of discipline through the judgment of courts. With regard to these mechanisms, I clarified what are the obstacles that prevent them from functioning as a means of discipline, and then, I examined measures to improve the system to solve these problems, taking care not to increase excessive costs in the context of acquisitions. In addition, in view of the current state of corporate acquisitions in Japan, I attempted to consider which system it is appropriate to use and to what extent.

研究分野：民事法学

キーワード：企業買収 友好的買収 組織再編 支配権移転

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

わが国でも、MBO 又は親会社による子会社株主の締出しの場面では、情報の非対称性及び利害の不一致を原因として、株主と経営者との間で利益相反の問題が深刻化することが指摘されている。また、近年の米国における実証研究の進展により、MBO や親会社による子会社株主の締出しの場面に限らず、友好的買収の場面一般において、株主と経営者との間には潜在的な利益相反の問題があることが明らかになってきた。こうした問題意識はわが国の企業買収においても同様に妥当するものであり、企業買収が増加する傾向にある今日では特に、対象会社の経営者を有効に規律づける仕組みの必要性が高まっている。

友好的買収の場面において対象会社の経営者を規律づける仕組みとしては、理論的な観点からは、大きく、株主の判断を通じた規律づけの仕組み、会社内部の取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけの仕組み及び裁判所の判断を通じた規律づけの仕組みが考えられる。本研究は、これらの ~ の仕組みにつき、わが国の企業買収の現状等に鑑みて、どの仕組みをどの程度利用し、どのように組み合わせることが最適な規律づけと評価できるかについて考察する。どの仕組みも、株主利益の観点から規律づけの仕組みを強化することが無条件で望ましいとまではいえないからである。例えば、の仕組みに関しては、確かに株主の判断機会を十分に確保することは規律づけの強化につながるが、場合によっては機動的な企業買収を阻害する要因となりうるかもしれない。また、の仕組みに関して第三者委員会等の利益相反排除措置を十分に導入するよう促すことや、の仕組みに関して裁判所による介入の機会を増やす(積極的な介入を促す)ことは、企業買収の場面におけるコスト増の要因となる面があり、効率的な企業買収までもが起りにくくなる可能性もないとはいえない。そこで本研究は、わが国の企業買収の現状等に鑑みて、全体として十分な規律づけの実現を目指すとともに、どの仕組みをどの程度利用することが、副作用として生じるコスト増の問題等を最小化するような制度設計となる可能性を高めるかについて検討を試みる。このような検討は、経営者に対する規律づけの議論が十分に蓄積された状況にあるとはいえないわが国の企業買収法の分野において、最重要課題の1つであるといえるだろう。

同時に、~ の仕組みのいずれについても、わが国では何らかの機能不全に陥っており、規律づけとして機能する理想的な状態からは程遠い状態にある可能性も否定できない。そこで本研究は、~ の仕組みについて、規律づけの手段として機能することを妨げる障害となっている問題は何かということをも明らかにするとともに、企業買収の場面における過度なコスト増にならないよう配慮しながら、これらの問題を解決するための制度改善の方策を検討する。

株主の判断を通じた規律づけを確保するためには、まずは株主に判断の機会を提供することが必要であり、こうした観点に基づいて平成26年の会社法改正では206条の2の規定が新設された。もっとも、単に株主に判断の機会を与えるだけでは規律づけの仕組みとしては十分とはいえず、株主による判断内容が企業価値(株主利益)の向上に資するものとなるよう制度をさらに改善していく必要がある。また、会社組織の内部における取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけを確保するためには、取締役会や第三者委員会が有効に機能する前提となる条件を明らかにするとともに、わが国で仮にそれらの条件が満たされていないと評価できるのであれば、条件を満たすための制度の改善が必要となる。最後に、裁判所の判断を通じた規律づけを確保するためには、株主や裁判所に過度の負担を課すことなく、効率的に経営者の行動を規律する仕組みを検討する必要がある。

2. 研究の目的

本研究は、友好的な企業買収の場面对象に、対象会社の経営陣を規律づける仕組みとして考えられる3つの仕組み(株主の判断を通じた規律づけの仕組み、取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけの仕組み及び裁判所の判断を通じた規律づけの仕組み)を分析・検討することを目的とする。これらの仕組みには、それぞれ規律づけを実現する上での長所と短所が考えられるため、わが国の企業買収の現状等に鑑みて、どのような組み合わせが最適な規律づけの仕組みであると評価できるかについて考察するとともに、これら ~ の仕組みのいずれについても、わが国では機能不全に陥っている可能性が否定できないため、十分に機能するための制度改善の方策を検討することを目的とする。

本研究が研究期間中に明らかにしようとすることは次の2点である。第1に、規律づけの手段としての ~ の仕組みについて、わが国の企業買収の現状等に鑑みて、どの仕組みをどの程度利用することが最適な規律づけと評価できるかについて考察する。例えば、仮にわが国では内部昇進の慣行等に基づき取締役会等の会社組織の内部における規律づけが機能しにくく、かつ、機能しやすくなるよう制度を大きく改善することには別の問題が生じる(従業員の意欲を大きく損なう、取締役会の助言機能を損なうなど)と考えられるのであれば、の仕組みを強固なものとしつつ、の仕組みは現状を多少改める程度にとどめることも考えられる。このように本研究は、わが国の企業買収の現状等に鑑みて、~ の仕組みの長所と短所を具体的に明らかにするとともに、どの仕組みをどの程度利用することが最適な規律づけと評価できるかについて具体的な検討を試みる。第2に、~ の仕組みについて、現状において規律づけの手段として機能することを妨げる障害となっている問題は何かということをも明らかにするとともに、企業買収の場面における過度なコスト増にならないよう配慮しながら、これらの問題を解決するための制度改善の方策を検討する。

3. 研究の方法

本研究は、対象会社の経営者を規律づける仕組みとして考えられる3つの仕組み（株主の判断を通じた規律づけの仕組み、取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけの仕組み及び裁判所の判断を通じた規律づけの仕組み）について、それぞれを別個独立のものとして分析・検討するのみならず、経営者に対する必要十分な規律づけを実現するという目的を達成する観点から、有機的に一体のものとして機能する側面にも着目する。

こうした点を踏まえ、本研究では、(a)わが国の企業買収の現状等に鑑み、どの仕組みをどの程度利用し、どのように組み合わせることが最適な規律づけの仕組みであると評価できるかについて考察する段階と、(b)これらの仕組みがわが国の企業買収の場面において十分に機能するための制度改善の方策を検討する段階に大きくは分けて進められるが、(a)(b)のいずれの段階においても、実際に企業買収に携わっている実務家へのヒアリング等を通じてわが国の企業買収の実態調査を進め、現状の正確な把握に努めるほか、比較法的観点からの法制度分析や経済学・社会学におけるモデルに基づく分析を通じて、望ましい規律づけの仕組みを模索する。なお、研究を進めるにあたっては、(b)の段階の検討を(a)の段階の検討よりも時間的な意味で先行させることとする。

4. 研究成果

(1) 本研究は、対象会社の経営者を規律づける仕組みとして考えられる3つの仕組み（株主の判断を通じた規律づけの仕組み、取締役会又は第三者委員会を通じた規律づけの仕組み及び裁判所の判断を通じた規律づけの仕組み）について分析・検討することを目的とする。以下では、～のそれぞれの規律づけの仕組みに関する本研究を通じて得られた研究成果を具体的に示すとともに、本研究で試みられた研究の内容を総括する。

(2) 研究初年度にあたる平成27年度には、特にとの規律づけの仕組みについて分析を深めた。の規律づけの仕組みについては、主として米国法に関する比較法的観点から知見を得ることで、わが国の構造的な利益相反関係のある企業買収の場面（すなわちMBO及び支配株主による締出しの場面）で、(a)利益相反排除措置としての第三者委員会の設置が必要となる理由は何かについてまずは分析した上で、そこで得られた知見を基に、(b)第三者委員会が有効に機能したといえるための評価基準としてはどのようなものが考えられるか等についての検討を行い、その成果を、企業買収に日々携わっている実務家（弁護士及びM&Aコンサルタント）との共著の書籍の形で出版した（項目5〔図書〕）。以上の(a)(b)に関する検討は、当時、学界においても未だ十分に手つかずの状態であったこともあり、理論的な観点から体系的な整理を試みた同書は、学界のみならず実務からも高く評価され、平成28年9月28日に第10回M&Aフォーラム賞の正賞を受賞した。

次に、の規律づけの仕組みについては、具体的な裁判例の事案を題材にMBOの場面における対象会社の取締役の義務に関する理論的考察を行い、その成果を論文の形で公表した（項目5〔雑誌論文〕及び）。また、具体的な裁判例の事案を題材に株式買取請求制度に関する分析・検討も行い、その成果を公表した（項目5〔雑誌論文〕）。

(3) 研究2年目にあたる平成28年度には、特にとの規律づけの仕組みに焦点をあてて研究を深めた。その中でも、平成28年度に特に力を入れたの規律づけの仕組みについては、株主の判断の合理性の限界としてしばしば指摘される株主の集合行為問題を（少なくとも理論的には）克服しうる主体として、近年では世界各国で注目を集めているアクティビスト・ヘッジファンドに焦点をあて、同ファンドが、株主として、主として上場会社のコーポレート・ガバナンスの問題を解決する上で果たしうる機能等を、ミューチュアル・ファンドなどの伝統的な機関投資家と比較しつつ分析・検討した。その内容については、論文として公表したほか（項目5〔雑誌論文〕）、日本私法学会第80回大会においてシンポジウム報告をする機会を得た（項目5〔学会発表〕）。こうしたヘッジファンドに着目してその機能の有効活用を模索する本研究の方向性は、上場会社の企業価値向上をいかにして実現すべきかというわが国の会社法上の重要課題について、伝統的な機関投資家の役割に注目してきた（スチュワードシップ・コードなどに代表される）近年のわが国の検討の方向性とは確かに異なるものではあるが、異なるものであるが故に、これまでわが国では見落としがちであった新たな解決策を提示する可能性が十分に見込まれるともいえるだろう。

次に、の規律づけの仕組みについては、平成27年度の研究内容をさらに推し進める形で、第三者委員会の設置など、構造的な利益相反関係のある企業買収の場面で近年広く用いられたつつある利益相反排除措置を対象として、統計分析を通じてわが国における利用の現状を明らかにするとともに、今後の改善点等に関する分析・検討を試みた。また、平成27年度から引き続き、企業買収の場面における株主総会の勧告的決議に関する研究や株式買取請求制度に関する研究も進め、その内容を論文の形で公表した（項目5〔雑誌論文〕及び）。

(4) 研究3年目にあたる平成29年度には、平成28年度に及びの規律づけの仕組みについて分析を深めたこと（上記(3)を参照）を踏まえて、平成28年度には研究が比較的手薄になっ

ていた の規律づけの仕組みに特に焦点をあてた。中でも、構造的な利益相反関係の存在が認められる MBO の場面や支配株主による少数株主の締出しの場面において、対象会社の取締役が同社の株主に対してどのような内容の義務を負い、どのような形で責任を負うのかについて、わが国の現在の会社法の規定を前提に、理論的な観点から考察を試みた（項目 5〔雑誌論文〕）。そこでは、わが国の現在の制定法体系の下で、MBO の場面における対象会社の取締役に対して、（対象会社ではなく、その）株主の利益保護の観点から会社法上の義務を課すことをどのようにして導き出すべきかという問題を検討するにあたり、会社の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容と株主の損害が問題となる場面における取締役の義務の内容とを区別するという視点を打ち出した。

同じく の規律づけの仕組みについて、MBO の場面における対象会社株式の価格決定のあり方、とりわけマーケット・モデル等を用いた補正の要否に関する論点及び手続的な公正さの判断要素に関する論点について、比較法研究の視点から示唆を得るとともに、ジュピターテレコム最高裁決定の内容にも触れながら検討を深め、その成果を論文の形で公表した（項目 5〔雑誌論文〕）。その内容については、平成 29 年 11 月 24 日に日本取引所グループ主催の第 42 回金融商品取引法研究会で報告する機会も得た（項目 5〔その他〕）。また、全部で 36 件の会社法分野の重要判例を 1 件当たり 1 万字程度で詳細に解説する書籍も共著で出版し、主として株式発行及び企業買収の分野の判例 12 件を担当した（項目 5〔図書〕）。

また、 の規律づけの仕組みに関連して、具体的な裁判例の事案を題材に株主間契約の法的拘束力に関する分析・検討も行い、その成果を公表した（項目 5〔雑誌論文〕）。

(5) 最後に、研究最終年度にあたる平成 30 年度には、これまでの研究の内容を総括するとともに、これまでの研究で欠けていた（もしくは十分ではなかった）視点を補う観点から、研究全体の方向性・内容の調整等を行った。すなわち、平成 27 年度及び 28 年度前半の研究を通じて、～ の規律づけの仕組みのいずれについても、わが国では機能不全に陥っているといわざるをえず、規律づけとして機能する理想的な状態からは程遠い状態にあることが明らかになった。こうした状況は、研究開始当初に研究代表者が抱いていた予想を（残念ながら）超えるものであり、こうした結果が示されたことを受けて、本研究ではこれまで、～ の規律づけの仕組みがわが国の企業買収の場面で十分に機能するための制度改善の方策を中心に検討を深めてきた。～ の規律づけの仕組みのいずれについても機能不全にあるという現状を踏まえれば、まずはそうした内容の研究を行うことこそがわが国では必要性が高いのではないかと考えたためである。その上で、平成 30 年度には、わが国の企業買収の現状等に鑑み、どの仕組みをどの程度利用し、どのように組み合わせることが最適な規律づけの仕組みであると評価できるかという問題についても考察を試みた。

規律づけの仕組みとして、近年のわが国では 又は の仕組みに学界・実務からの注目が集まりつつあり、そのこと自体は理解できるところであるが、いずれの仕組みも企業買収の場面におけるコスト増につながりうる点で懸念がないとはいえない。また、 については規律づけの実質を伴わない形式的な対応に終始してしまう危険性や、 については価格評価に関する裁判所の判断能力の問題（限界）もある。そこで平成 30 年度には、まずは の仕組み、すなわち株主の判断や市場の仕組みを通じた規律づけの可能性について深く掘り下げて検討することとした。中でも、市場における対抗的な買収提案が果たしうる機能に着目するという観点は、これまでの本研究では欠けていた視点であった（と同時に、本研究に限らず、わが国ではこれまでのところ深く検討されたことがない観点でもある）といえるが、平成 30 年度には、市場における対抗的な買収提案が果たしうるさまざまな機能のうち、対象会社の真の企業価値を知る手がかりを与えるという機能と当初の買収者に対する対象会社の交渉力を高める機能の 2 つの機能に着目し、これらの機能が十分に発揮できるような法制度のあり方を提案した（項目 5〔雑誌論文〕）。こうした研究は、平成 29 年度に実施したマーケット・チェックの有効活用という観点に基づく研究（項目 5〔雑誌論文〕）と密接に関連するものであり、わが国でも将来的には株主の判断や市場の仕組みを通じた規律づけを重視していくことが望ましいのではないかとする点で、本研究の 1 つの方向性を示すことができたのではないかと考える。

同様に、 の規律づけの仕組みに関連して、平成 30 年度には、これまでの主として会社法分野における本研究の検討に加えて、金融商品取引法の公開買付制度に関する研究にも積極的に取り組んだ。企業買収の場面における経営者に対する規律づけという観点からは、また、とりわけ株主の判断や市場の仕組みを通じた規律づけという観点を重視するのであれば、公開買付制度の分析・検討は欠かすことができないからである。公開買付制度の研究に関しては、平成 28 年度の末に韓国の Seoul National University で行われた国際シンポジウムで、わが国の公開買付制度の比較法的観点からの特徴について研究報告をする機会を得ていたが（項目 5〔その他〕）、その際のドイツ・中国・韓国からの参加者との質疑応答等を通じて抱いた問題意識を踏まえて、平成 30 年度には、約 1000 頁からなる日本の金融商品取引法の（国際的な情報発信という観点から）英語での体系書を共著で出版し、企業買収と深く関連する公開買付制度及び大量保有報告制度について執筆をした（項目 5〔図書〕）。

また、 の規律づけの仕組みについて、その機能を高める観点から、近年の米国における株式買取請求の急増の重要な要因となっているヘッジファンドによる Appraisal Arbitrage と呼ばれる現象を紹介した上で、その評価について論じた（項目 5〔雑誌論文〕）。

(6) 以上の各研究年度における主な研究成果のほかにも、本研究の研究期間を通じ、わが国の企業買収の場面において問題となりつつある具体的な解釈問題等について、本研究で得られた理論的な示唆に基づきながら検討を試み、検討の結果として得られた知見を公表した(項目5〔雑誌論文〕)

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計15件)

白井正和、対抗的な買収提案の意義と買収対象会社の対応、MARR、査読無、284号、2018年、Online

白井正和、株式買取請求をめぐる近時の課題、日本取引所金融商品取引法研究、査読無、11号、2018年、65-96頁

白井正和、Appraisal Arbitrageとその評価を巡る議論、金融・商事判例、査読無、1553号、2018年、1頁

白井正和、会社の非上場化の場面における取締役の義務、JSDA キャピタルマーケットフォーラム〔第1期〕論文集(日本証券業協会)、査読無、1号、2017年、191-213頁

白井正和、非独立当事者間の企業買収における公正な価格の算定、法学教室、査読無、447号、2017年、82-88頁

白井正和、株主間契約における上場協力義務の法的拘束力が否定された事例、旬刊商事法務、査読無、2144号、2017年、53-59頁

田中亘=白井正和=久保田修平=内田修平、会社法判例の理解を深める(下)、法学教室、査読無、446号、2017年、93-107頁

田中亘=白井正和=久保田修平=内田修平、会社法判例の理解を深める(上)、法学教室、査読無、445号、2017年、72-86頁

岡俊子=白井正和=仁科秀隆、M&Aにおける第三者委員会の現状と課題、MARR、査読無、269号、2017年、Online

白井正和、アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス、旬刊商事法務、査読無、2109号、2016年、34-47頁

白井正和、勧告的決議と無効確認の利益、平成27年度重要判例解説〔ジュリスト臨時増刊〕、査読無、1492号、2016年、103-104頁

白井正和、株式買取請求における公正な価格(2)、会社法判例百選(第3版)〔別冊ジュリスト〕、査読無、229号、2016年、178-179頁

白井正和、MBOの場面における取締役の会社に対する善管注意義務、私法判例リマークス、査読無、52号、2016年、86-89頁

白井正和、MBO 完遂尽力義務により導かれる手続的公正性配慮義務、金融・商事判例、査読無、1471号、2015年、1頁

白井正和、株価上昇局面における会社の非公開化と公正な価格の算定、ジュリスト、査読無、1478号、2015年、103-106頁

〔学会発表〕(計1件)

白井正和、アクティビスト・ヘッジファンドとコーポレート・ガバナンス、日本私法学会第80回大会、2016年

〔図書〕(計3件)

Hiroyuki Kansaku =Yoko Manzawa =Sadakazu Osaki =Masakazu Shirai =Masao Yanaga, Zaikeishohosha, Japanese Financial Instruments and Exchange Law, 2019, pp.974 (Chapter 4: pp.511-589)

飯田秀総=白井正和=松中学、有斐閣、会社法判例の読み方、2017年、全406頁(1-26頁、71-127頁、357-395頁)

白井正和=仁科秀隆=岡俊子、商事法務、M&Aにおける第三者委員会の理論と実務、2015年、全320頁(17-121頁)

〔その他〕

白井正和、株式買取請求をめぐる近時の問題、第42回金融商品取引法研究会、2017年 Masakazu Shirai, Characteristics of the Japanese Tender Offer System and Its Rationale, German and East Asian Perspectives on Corporate and Capital Market Law, 2017

6. 研究組織

研究代表者

白井 正和 (SHIRAI MASAKAZU)

同志社大学・法学部・教授

研究者番号: 10582471

(1)研究分担者：なし

(2)研究協力者：なし

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。