

平成 22 年 5 月 20 日現在

研究種目：基盤研究 (B)

研究期間：2006～2009

課題番号：18330016

研究課題名 (和文) 企業リストラクチャリングの代替的手法

研究課題名 (英文) Alternative Strategies for Corporate Rsestructuring

研究代表者

吉原 和志 (YOSHIHARA KAZUSHI)

東北大学・大学院法学研究科・教授

研究者番号：10143348

研究成果の概要 (和文)：本研究は、倒産や買収を、事業の再構築 (リストラクチャリング) の代替的な手法と位置づけたうえで、その利害得失の比較あるいは適切な法規制のあり方について、理論的・実証的に検討した。その研究成果は、経営者留任 (DIP) 型の倒産手続、敵対的買収と防衛策、および MBO 等の非公開化取引をはじめとする領域で、多数の図書・公表論文としてまとめられた。

研究成果の概要 (英文)：This research project studies on various alternatives for corporate restructuring, including bankruptcy and mergers & associations. It investigates, both theoretically and empirically, costs and benefits of those alternatives and appropriate regulations on them. This research has resulted in numerous published articles, especially in the field of the DIP (debtor-in-possession) bankruptcy procedure, hostile takeover and defense measures, and going-private transactions.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2006年度	3,800,000	1,140,000	4,940,000
2007年度	3,600,000	1,080,000	4,680,000
2008年度	3,600,000	1,080,000	4,680,000
2009年度	3,600,000	1,080,000	4,680,000
年度			
総計	14,600,000	4,380,000	18,980,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：民事法学, 金融論, 経済政策

1. 研究開始当初の背景

本研究の初年度である 2006 年度においては、わが国経済も、長期の不況からようやく脱し、それに伴い、企業のリストラクチャリング (事業再構築) も、倒産企業を主体とするものから、健全企業どうしの結合・再編 (M&A) を中心とするものへとその比重を移していた。M&A の増加とともに、従来ほとん

ど例のなかった敵対的買収も行われるようになり、それに伴って、法律学においても、公開買付規制のあり方や、買収防衛策に対する法的対応が検討されるなど、買収法制全般についての議論が盛んになってきていた。

しかし、一連の法律学の議論は、ある規制が企業の買収行動、ひいては企業経営のあり方にいかなる影響を与えるかを予測し、かつ

それを実証的に検証するといった、社会科学的手法が十分にとりいれられていない嫌疑があった。本研究の代表者および分担研究者らの多くは、本研究に先立ち、「倒産をめぐる法制度の経済分析」(科研費基盤研究B・2002年度～2005年度)において、企業リストラクチャリングの重要な一形態といえる倒産について、法学者と経済学者による共同研究を行っていた。本研究は、この研究をさらに発展させ、さまざまな企業リストラクチャリングの利害得失と、それに対する適切な法的規制を、理論と実証の両面から探求する目的で、本研究は開始された。

2. 研究の目的

本研究は、二つの目的を持っている。第一の目的は、企業の結合・再編行為を、倒産と並ぶ企業のリストラクチャリングの諸手段として位置づけ、それらの長所と短所を分析・比較することである。第二の目的は、企業のリストラクチャリングに関する適切な法規整のあり方について、理論的・実証的な分析を踏まえた検討を行うことである。

本研究の主なメンバー(研究代表者・分担研究者・連携研究者)は、商法・取引法を専攻する実定法学者と、ファイナンス・産業組織等を専攻する経済学者からなっており、法学者と経済学者が互いの研究を検討・批判しあいながら研究を進めることにより、企業リストラクチャリングとそれに関する制度に関して、多角的・総合的な理解を得ることを意図している。

3. 研究の方法

本研究の方法としては、基本的に、平均して月1回(年2回の合宿を含む)開かれる研究会において、本研究のメンバー、および法と経済の関係について関心を有する法律学者・経済学者が報告・討論を行い、そこで得られた知見を基にして、メンバー各自が、単独あるいは共同研究の形で、研究を遂行し成果を公表する、という形をとって行われた。

2006年度は初年度であるため、「研究の目的」中の第一の目的に焦点を当て、基礎知識の涵養・法制度の実態把握・先行研究の整理・データの入手を主たる活動とした。実定法研究者は、わが国を中心に諸外国の企業リストラクチャリングをめぐる法制度の実態を調査し、法規制の趣旨を明らかにした。他方、経済学研究者は、企業リストラクチャリングをめぐる制度に関するこれまでの経済学的分析をサーベイし、既存研究の到達点を明らかにすることにつとめた。

2007年度から2009年度にかけては、初年度の研究を基礎として、企業リストラクチャリングの具体的な手法と、それに対する法規制についての具体的な検討を行った。とくに

重点が置かれたのは、(1)倒産の局面における権利者間の権利の調整と経営者交替のメカニズム、(2)敵対的買収を通じた経営者交替のメカニズムと、濫用的買収に対処するための防衛策の必要性およびそれに対する適切な規制の検討、および、(3)マネジメント・バイアウト(MBO)を通じた事業リストラクチャリングと、その過程で行われる少数派株主の締め出しに対する適切な規制の検討、である。これらのいずれについても、経済学者が一定の仮説(たとえば、どのような企業が敵対的買収のターゲットになるのか)に基づき実証研究を進め、その研究をベースにして、法学者が適切な法規制を検討し、上記研究会で問題点を議論しあうという、有益な共同研究を実現することができた。

4. 研究成果

本研究の成果として、後掲5.に掲げたような、多数の単著・共著論文を公表することができた。以下では、(1)倒産関係、(2)敵対的買収関係、(3)MBO等の非公開化取引、(4)その他の領域に分けて、主な研究成果を紹介する。

(1) 倒産関係

「倒産をめぐる法制度の経済研究」では、経営者留任型(DIP)手続を採用する民事再生手続を中心に、早期の倒産申立てを可能にするというDIP手続のメリットと、非効率な事業の退出ないし非効率な経営陣の交替という倒産制度の重要な目的との間のトレードオフに注目した研究が行われた。胥(後掲雑誌論文7.)は、DIP型手続におけるコーポレート・ガバナンスの問題を論じ、TANAKA(後掲雑誌論文8.)は、民事再生手続の重要な特徴である担保権の取り扱いについて、効率的な事業継続・清算の選択と、経営陣に対する重要なモニタリングのメカニズムである担保権実行を過度に制約しないという目的の両面から、その利害得失を検討した。

(2) 敵対的買収・防衛策・株式持合い

倒産は、事業構成の変更とともに経営者の交替をも実現する重要なリストラクチャリングの制度といえるが、同様なリストラクチャリングを実現する手法としては、買収、とりわけ経営者の交替を通常伴う敵対的な買収を挙げることができる。本研究は、当初からそのような問題意識をもって始められたことに加え、2005年に起きたニッポン放送事件を皮切りに、敵対的買収や買収防衛策、およびそれらを規律する法規制についての関心も高まっていたところであったため、自然、

敵対的買収の問題に研究の相当な重点が置かれ、成果も多く公表された。

具体的には、胥（後掲文献2.）は、アクティビストのターゲットとなる会社は、余剰資金が多く資産を効率的に活用していない傾向があること、またターゲットになると株主への分配を増やす傾向があることを実証的に明らかにした。これは、敵対的買収の重要な目的の一つとして米国で説かれる、フリー・キャッシュ・フローの株主への還元ということが、日本でも妥当することを示唆する重要な研究である。また、広瀬ほか（後掲雑誌論文5.）は、2005年度に敵対的買収に対する防衛策を導入した企業において、有意な株価の下落を確認した。これは、防衛策が望ましい敵対的買収の可能性を低下させることによって企業価値を毀損するという見方とも整合的ではあるが（ただし、同論文が指摘するようなアナウンスメント効果も考えられる）、こうした有意な株価下落は、（事前警告型防衛策という）よりスタンダードな防衛策が多数導入された2006年度においては観察されなくなっており、研究結果は頑健とはいえない。

防衛策の効果を、わが国の上場会社の株主構成に即して考えてみると、明示的な防衛策よりも、むしろ伝統的な株式持合いのほうが重要性が高いのではないかという考え方に行き着く。いわゆる期差取締役会を有しないわが国における防衛策（事前警告型防衛策）は、基本的に、委任状勧誘による取締役の交替を通じた買収の試みに対しては、無力であり、これを防ぐには、株式持合いを通じ、株主構成を直接に経営陣の有利に変更するほかない。ところが、そのような株式持合いがいったん確立すれば、防衛策を採用しようといまいと、敵対的買収は成立しえないから、結局、防衛策じたいは買収の成立可能性ひいては企業価値に重要な影響を与えないことになる。ないわけである。防衛策導入による株価への影響を調べたイベント・スタディーにおいて、頑健な結果が得られないことも、以上の観点から説明可能である。こうした問題意識から、株式持合いが会社の支配権争いにおいて重要性をもつことを、ブルドックソースとアダランスホールディングスという事例に則して実証的に明らかにしたのが、胥・田中（雑誌論文1.）である。従来から、胥は、株式持合いについて実証的研究を進めており、また田中は、田中（後掲論文6.）の判例研究において、株式持合いの問題について示唆していたが、上記共著論文は、経済学者と法学者による共同研究として意義のあるものであった。

(3) MBO等の非公開化取引

事業リストラクチャリングのもう一つの

有力な手段として、2006年以降注目されてきたのは、経営陣が参加して行う上場会社の買収・非公開化取引（MBO）である。MBOは、株主所有を、経営陣および経営についての見識のある投資家に集中することで、株主と経営者との情報非対称の問題を緩和し、また経営陣のインセンティブを高める有効な手法である。しかしその際、一般株主の株式の全部取得を必要とすることから、経営陣と株主との間の利益相反が生じ、それに対する適切な法規制が検討対象となった。

これに関連して、加藤（後掲雑誌論文3.）は、MBOについてのリーディング・ケースであるレックス・ホールディングス事件について詳細な検討を行った。また田中（後掲雑誌論文2.）は、非公開化取引や組織再編で問題となる、反対株主による株式の取得・買取価格の決定方法について論じている。

(4) その他の業績

本研究期間中には、上記のほかにも、多数の研究結果を公表した。今井・江口ほか（後掲雑誌論文9.）は、事業リストラクチャリングの一環として行われうる、整理解雇について、裁判例を網羅的に調査・検討した。家田（後掲雑誌論文4.・後掲図書3.）は、M&Aのほか、敵対的買収に対する防衛策など、多様な用途に利用される新株予約権をはじめとしたエクイティの発行について、企業金融理論を踏まえて、適切な法規制について検討している。また、本研究の対象となった問題については、経済産業省の研究会である「企業価値研究会」の作成した報告書（「企業価値報告書」や「MBO報告書」）をはじめとする、民間機関の作成した規範（いわゆるソフトロー）が重要である。中山・藤田・加賀見ほか（後掲図書1.）は、ソフトローの重要性を踏まえ、どのような事項がハードローからソフトローに「委譲」されるべきかを検討している。

(5) 今後の研究の展望

今後は、以上のような研究成果を踏まえて、研究期間中になお十分明らかにしえなかった問題について研究を進めたい。具体的には、たとえば、敵対的買収の研究を通じてその重要性が改めて確認された株式持合いにつき、その実態および企業価値に与える評価、あるいは（可能であれば）適切な規制について検討したい。また、MBO等の非公開化取引についても、その実態および適切な規制のあり方についても、研究を進めたい。

また、本研究を通じ、2005年に制定された新会社法が、上記のような新たに生じた問題について適切に対処できているか、改正が必要な点がないか、といった研究関心が自然に生じてきた。そこで、2010年度以後は、本

研究のメンバーと多くが共通するメンバーにより、新たな共同研究「会社法の検証」を企画し、科研費の交付を受けた（基盤研究(B)）。今後とも、法学者と経済学者の協働により、仮説の提示とその実証という社会科学的手法に基づく法制度の分析を進めていきたい。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 27 件)

1. 胥鵬・田中亘、「買収防衛策イン・ザ・シャドウ・オブ株式持合い——事例研究」、旬刊商事法務、1885号、2009年、4-18頁、査読無
2. 田中亘、『『公正な価格』とは何か』、法学教室、350号、2009年、61-71頁、査読無
3. 加藤貴仁、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [上] [中] [下] — 「公正な価格」の算定における裁判所の役割—」、旬刊商事法務、2009年、1875号4-9頁、1876号4-19頁、1877号24-31頁、査読無
4. 家田崇、「会社法制に作用した企業金融理論」、甲南会計研究、3号、2009年、49-60頁、査読無
5. 田中亘、「ブルドックソース事件の法的検討[上][下]」、旬刊商事法務、2009年、1809号4-15頁、1810号15-28頁、査読無
6. 胥鵬、「経営者留任型企業再生とコーポレート・ガバナンス」、ターンアラウンドマネージャー、2008年7月号、2008年、28-36頁、査読無
7. 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之、「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年導入事例の分析」、旬刊商事法務、1826号、2008年、4-19頁、査読無
8. TANAKA, Wataru, “Extinguishing Security Interests: Secured Claims in Japanese Business Reorganization Law and Some Policy Implications for U.S. Law,” Emory Bankruptcy Developments Journal, Vol. 22, n. 2, 2006, pp. 427-479, 査読有
9. 今井亮一・江口匡太ほか「裁判所におけ

る解雇事件：調査中間報告」、J I P T 資料シリーズ、17号、2006年、1-132頁、査読無

[図書] (計 5 件)

1. 中山信弘 (編代)・藤田友敬 (編)・加賀見一彰・ほか9名、有斐閣、『ソフトローの基礎理論』、2008年、195-225頁
2. 宮島英昭 (編著)・胥鵬ほか、東洋経済出版社、『日本のM&A』、2007年、197-221頁
3. 浅木慎一 (編)・小林量 (編)・中東正文 (編)・今井克典 (編)・家田崇ほか、信山社、『検証会社法』、2007年、319-388頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

吉原 和志 (YOSHIHARA KAZUSHI)
東北大学・大学院法学研究科・教授
研究者番号：10143348

(2) 研究分担者

家田 崇 (IEDA TAKASHI)
甲南大学・大学院ビジネス研究科・准教授
研究者番号：90319244

加賀見 一彰 (KAGAMI KAZUAKI)
東洋大学・経済学部総合政策学科・准教授
研究者番号：50316684

加藤 貴仁 (KATO TAKAHITO)
東京大学・大学院法学政治学研究科・准教授
研究者番号：30334296

胥 鵬 (XU PENG)
法政大学・経済学部・教授
研究者番号：60247111

田中 亘 (TANAKA WATARU)
東京大学・社会科学研究所・准教授
研究者番号：00282533

(3) 連携研究者

江口 匡太 (EGUCHI KYOTA)
筑波大学・システム情報工学研究科・准教授
研究者番号：50302675

小林 佳世子 (KOBAYASHI KAYOKO)
南山大学・経済学部・准教授
研究者番号：00351073

広瀬 純夫 (HIROSE SUMIO)
信州大学・経済学部・准教授
研究者番号：60377611

森田 果 (MORITA HATSURU)
東北大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：40292817