

令和 5 年 6 月 12 日現在

機関番号：34416

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2022

課題番号：19K01413

研究課題名（和文）企業買収における一般に公正と認められる手続に係る実質的審査のあり方

研究課題名（英文）Substantive Examination of Generally Accepted Fair Procedures in Corporate Acquisitions

研究代表者

伊藤 吉洋（ITO, YOSHIHIRO）

関西大学・法学部・教授

研究者番号：50582897

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：MBOおよび支配株主による従属会社の子会社化などのような友好的買収ならびに敵対的買収の場面においては、買収対象会社の取締役が自己保身のために行動する可能性がある。そのような行動を規律づけることは対象会社の企業価値の増加や株式投資の促進のために必要である。規律づけるには、取締役が自己保身のために行動していないことを示そうとして用いる手続（例えば、独立委員会の承認、少数株主の承認）が実質的に機能していたかどうかを審査する必要がある。本研究においては、実質的な審査の在り方を明らかにすることができた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究は、企業買収に係る事案に対して実質的には法の手続化という考え方をいながら、事前の効率性と事後の効率性という二つの効率性のバランスをとることによって、社会全体の効率性を高めることを目的とするものであり、本研究の成果には、我が国の国際競争力の維持に資するという社会的意義がある。

研究成果の概要（英文）：In the event of a friendly takeover, such as an MBO or a subsidiary of a subordinate company by a controlling shareholder, and hostile takeover the directors of the target company may act for self-preservation. Regulating such behavior is necessary to increase the corporate value of the target company and promote stock investment. Discipline requires an examination of whether the procedures used by directors to show that they are not acting for self-preservation (e.g., approval of independent committees, approval of minority shareholders) were substantially functional. In this study, we were able to clarify the state of substantive examination.

研究分野：会社法

キーワード：MBO 支配株主 従属会社 子会社化 敵対的買収 買収防衛策 M&amp;A指針 公正な価格

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、研究者個人に帰属します。

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 我が国の会社法のあり方は、その規律対象である我が国の株式会社の国際競争力が今後も維持されるかどうかにも大きく関係する。例えば、国際競争力を維持するための有望な技術の開発をすることを決定した場合には、その開発を十分に行うことができる多額の資金調達をすることが必要である。そして実際に調達することができるかどうかは、会社法の解釈によって、資金を供給する側の株主が事後的に害されかねない事態が生じても保護されるという信頼をその株主に抱かせることができるかどうか次第である(事前の効率性)。他方で、会社法の解釈によって、株主保護のために株式会社を規律しすぎれば、技術の開発などを迅速にすることができず、かえって株式会社の国際競争力を阻害しかねない(事後の効率性)。

(2) 以上のような状況において、最高裁は、会社法に係る事案、すなわち、被買収会社の支配権を完全に獲得することを目的とする企業買収に係る事案において「手続」に着目する運用を確立させた。買収対価に不満がある被買収会社の株主は、株式買取請求権を行使し、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することなど(会社法 172 条 1 項、785 条 1 項等)により救済を受けることができる。この公正な価格がいくらと決定されるかどうかは、まさに(1)において前述した株主保護の水準の問題である。最高裁は、そのような公正な価格を決定するにあたって、まずは「一般に公正と認められる手続」により組織再編等が実施されたかどうかに着目するという運用を確立させたのである(最決平成 24 年 2 月 29 日 66 卷 3 号 1784 頁〔テクモ最高裁決定〕・最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 1 号 1445 頁〔JCOM 最高裁決定〕)。

(3) とはいえ、(2)において言及した運用の下では、被買収会社の株主にとって「公正な価格」が「実体」として不利益なものではないかどうかは、どのような「手続」であれば「一般に公正と認められる」かどうか次第ということになる。なぜならば、「手続」が履践されても、株主にとって「公正な価格」が「実体」として不利益なものなのであれば、まだ買収の対象となっていないが、その可能性がないわけではない株式会社の株主は、買収の対象となった場合に、そのように不利益な価格しか受領できないことを懸念して、(1)において前述したような資金の供給を十分に行わなくなってしまうかもしれないからである。したがって、「公正な価格」が「実体」として不利益なものにならないような「手続」を履践するように買収会社および被買収会社に対して要求すべきであるということになる。

そのような「一般に公正と認められる手続」として、裁判例は、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」(JCOM 最高裁決定)などを挙げてきた。しかし、そのような措置が講じられていたかどうかに着目する裁判所による審査は、当該「手続」に係るいわば「形式面」の審査であるといえる。確かに「形式面」の審査のあり方は重要である。しかし、裁判所による審査が形式のみに流れることなく、「一般に公正と認められる手続が実質的に行われ」(JCOM 最高裁決定決定補足意見)なければ、株主にとって「公正な価格」が「実体」として不利益なものになってしまう可能性がある。したがって、手続に係る「実質面」の審査がどのように行われるべきかについて(例えば、第三者委員会が積極的にいかなる情報を収集し、買収価格の引上げを求め、その上でどのような意見を述べていたかどうか)、学説が蓄積されることが期待されるのである。

(4) 本研究は、(1)ないし(3)を踏まえ、裁判所が株式買取請求権などに係る「公正な価格」を決定するにあたって、どのような場合であれば「一般に公正と認められる手続が実質的に行われ」たと判断すべきであるか(「実質面」の審査のあり方)を核心的な問いとするものであった。

### 2. 研究の目的

本研究は、企業買収に係る事案に対して実質的には「法の手続化」という考え方をいながら、1(1)において前述した事前の効率性と事後の効率性という二つの効率性のバランスをとることによって、社会全体の効率性を高めることを目的とするものである。

### 3. 研究の方法

(1) 本研究開始前から、特に「形式面」の審査を中心に行ってきたと整理しうる裁判例・研究者・実務家の見解については十分に整理してきたが、次々に出現する裁判例に関連して、新たな見解が継続的に主張される分野でもあるので、研究者などによる、その検討状況の整理について随時アップデートした(具体的には 4 参照)。

#### (2) アメリカにおける議論の整理・分析

研究開始前の段階においてすでに「実質面」を厳格に審査していると整理しうるアメリカにおける裁判例およびそれに沿った M&A 実務を整理・分析した。その際には、クラスアクション、ディスクバリー、差止制度といった民事訴訟制度と、「手続」の一部である独立取締役の担い手、株主構成、投資銀行の報酬構造といった社会背景的事情とについてのアメリカとの間の差異に

十分注意した。

#### 4．研究成果

本研究によって主に、以下のような成果を得た（実際の論文については後述参照）。

（1）そもそも「手続」に係る審査が行われるのは主として、企業買収の対象となる会社（対象会社）の株主が、当該買収によって取得などされることとなる株式の対価に不満がある場合に、裁判所に対して当該株式の価格決定を申し立てた場合である。そのような申し立てをすることが認められる株主の範囲について平成 29 年に最高裁が一定の判断をしたところであり、当該最高裁やその評釈などについての整理も行った。特に、企業買収の公表後に対象会社の株式を取得した株主（公表後株主）に申し立てをすることを認めるべきであるかどうか議論されてきたが、否定説は、当該買収が公表されていた以上、そもそも株式を取得しないこともできたのだから申し立てをすることを認める必要がないことや、認めると投機の弊害などが懸念されるから認めるべきではないことを論拠とするものである。しかし、当該買収に対する規律づけの必要性という観点からすれば認めるべきであること、現時点において投機の弊害などは懸念されないことに鑑みれば、申し立てをすることを認めるべきである、という結論に一応は至った。

（2）2019 年 6 月に「公正な M&A の在り方に関する指針」が公表されたところ、その指針も当該手続の内容について詳細に記載していることから、その整理を中心的行った。そして、その整理に基づいて行った検討の結果の一部を論文として公表した。具体的には、その指針が重視する二つの視点、すなわち、企業価値の増加をもたらす MBO などの促進、一般株主が享受すべき正当な利益を保護することによって中長期的な投資を呼び込むことに沿った手続きが明示されているのかという観点から問題提起を行った（論文における問題意識を明らかにした）。さらに、同指針において一般株主が享受すべきとされる二つの利益のうち、M&A を行わなければ実現できない価値（シナジーなど）に係る利益を保護する必要があるのかについて、新株発行に関する先行研究をも参照しながら整理し、追加的な論文として公表した。

（3）本研究および同指針の直接的な対象である MBO・支配株主による従属会社の買収と同様に企業買収の一つである敵対的買収のうち市場買集めによる敵対的買収に対する防衛策の発動（差別的株主予約権の無償割当て）について、いわゆる MoM（Majority of Minority）要件による株主意思確認（具体的には買収者および買収対象会社の取締役でもある株主を除く買収対象会社株主による株主意思確認）がなされた事案に係る裁判例（具体的には無償割当ての差止めを認めなかった事例）、先行裁判例（具体的には MoM 要件によらない株主意思確認がなされた事案に係る裁判例など）および先行研究の整理・分析を行った。その研究の成果として、敵対的買収に対する防衛策の行使（対応方針の導入とそれに基づく対抗措置の発動）を差し止めるかどうかを判断するに際して、その行使が不公正なものではないと認められるように手続として用いられる株主意思確認総会における株主の意思がゆがめられているものではないかについて実質的に審査する必要があるということ、さらには、その審査において着目すべき点を明らかにすることができた。加えて、株主の意思がゆがめられていないとしても防衛策の行使の相当性については一定の基準に従って慎重に審査すべきであるということも明らかにすることができた。

（4）今後は、（2）において挙げた未完の論文に関連して、新たな裁判例（伊藤忠商事によるファミリーマートに対する公開買付けに係る価格決定申立て事件）などについて整理を進めることによって、「手続」に係る実質面の審査方法を詳細に明らかにする必要がある。

また、（3）において言及した敵対的買収防衛策については、新たな指針が公表される予定であるため、当該指針を早急に検討する必要がある。

いずれも本研究によって得られた成果を基礎として検討することが可能な事項であるが、社会情勢の変化に対応した研究を行っていく必要がある。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計14件（うち査読付論文 0件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 8件）

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 72巻6号
2. 論文標題 株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての整理	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 75～134
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 86巻4号
2. 論文標題 MoM要件による株主意思確認総会を経た敵対的買収防衛策の内容の相当性についての若干の検討	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 法学	6. 最初と最後の頁 1～25
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 71
2. 論文標題 「公正なM&Aの在り方に関する指針」についての検討（2）	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 36～72
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 71
2. 論文標題 「公正なM&Aの在り方に関する指針」についての検討（3）	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 316～368
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 71
2. 論文標題 「公正なM&Aの在り方に関する指針」についての検討(4)	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 146～190
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 2286
2. 論文標題 有利発行に続く少数派株主の締出しと取締役の責任	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 66～71
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 61
2. 論文標題 非公開会社において株主総会決議を欠く場合の新株発行の効力	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 私法判例リマークス	6. 最初と最後の頁 90～93
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 2241
2. 論文標題 株主割当ての方法による新株発行に無効原因があるとされた事例	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 旬刊商事法務	6. 最初と最後の頁 50～55
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 70-4
2. 論文標題 「公正なM&Aの在り方に関する指針」についての検討(1)	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 384~411
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 1605
2. 論文標題 大規模買付行為に関する対応方針の廃止に係る株主提案権の行使は認められないとされた事例	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2~7
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 69
2. 論文標題 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲(3)	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 21-85
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 69
2. 論文標題 利益相反構造のある二段階買収における株式価格決定申立権者の範囲(4)	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学法学論集	6. 最初と最後の頁 769-853
掲載論文のDOI(デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 1566
2. 論文標題 親会社が子会社を完全子会社化するに際して株式交換比率は公正なものとみるのが相当であるとされた事例	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 金融・商事判例	6. 最初と最後の頁 2-7
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 伊藤吉洋	4. 巻 1544
2. 論文標題 公開買付け後の特別支配株主による株式売渡請求と売買価格の決定	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 98-99
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------