

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 4 月 14 日現在

機関番号：11301

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24730068

研究課題名(和文) 企業買収法制に関する理論研究

研究課題名(英文) Theoretical Research on Legal Rules for Corporate Acquisitions

研究代表者

白井 正和 (SHIRAI, MASAKAZU)

東北大学・法学(政治学)研究科(研究院)・准教授

研究者番号：10582471

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、企業買収の場面において諸外国(主として米国)で採用されている法制度の内容を丁寧に紹介するとともに、諸外国における学説上の議論についても詳細に分析することで、これらの法制度が有効に機能する上で必要となる具体的な条件の内容を考察した。その上で、これらの条件が日本の企業買収の場面においても同様にあてはまるかどうかについて実態に即した分析を行い、日本における望ましい企業買収法制のあり方に関する提言を行った。

研究成果の概要(英文)：In this research, I provided not only a detailed introduction to legal rules adopted in takeover situations in foreign countries, especially in the US, but also analyzed theories about legal rules in takeover situations there. In doing so, I examined necessary requirements for effectively-functioning legal rules in takeover situations. In addition to that, I analyzed whether these requirements are just as valid for takeover situations in Japan, and eventually I proposed preferable legal rules in takeover situations in Japan.

研究分野：民事法学

キーワード：企業買収 敵対的買収 友好的買収 組織再編 支配権移転

1. 研究開始当初の背景

(1) 近年では日本でも、企業買収は件数・金額ともに大幅に増加する傾向にあり、企業買収の場면을対象とする法制度を整備するための議論も徐々に深められてきた。例えば、敵対的な企業買収の場面における買収防衛策の有効性に関しては、2005年5月27日に経済産業省と法務省が共同で、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表し、さらに2008年6月30日には、同指針が公表された後の買収防衛策の導入状況等を踏まえて、経済産業省付設の研究会である企業価値研究会が、その報告書「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を公表した。また、支配・従属関係のある当事者間の友好的な企業買収の場面における対象会社の少数株主の利益保護に関しては、従来から学説上の議論の蓄積が相当な程度存在している。さらに近年では、2007年9月4日に、経済産業省が「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」を公表するなど、MBOの場面における対象会社の取締役の行為規範についても、徐々に議論が深められつつあるといえるだろう。

(2) もっとも、日本における従来の議論にあたって主に参照されてきたのは、諸外国の企業買収の場面ではどのような法制度が現実に採用されているかという点であり、それらの法制度に対する問題の指摘、制度に対する批判や改善すべき点などの諸外国における学説上の議論については、(もちろん重要な例外はあるものの)多くの場合、せいぜいその結論部分が参照されるにとどまり、議論の詳細な内容やその依拠する重要な前提・価値判断等については、残念ながらこれまでのところ、十分には取り上げられることが少なかったように思われる。しかしながら、株式の所有構造や会社支配権市場をめぐる状況、株主が裁判所に求める救済手段の現実的な利用可能性の程度など、国ごとに企業買収活動が行われる際の前提条件は異なる中で、単に諸外国で採用されている法制度(判例も含む)の内容を紹介するだけでは、日本の企業買収の場面において生じうる問題に対する現実的な解決策とはならない可能性が否定できない。

(3) こうした事情を背景として、本研究は、企業買収の場面に関する諸外国の法制度それ自体を紹介するのみならず、諸外国でこれまでに生じている学説上の論争についても丁寧に分析・検討を加えることで、諸外国で採用されている法制度が有効に機能するための具体的な条件の内容を考察し、そのような条件が日本でも十分に観察可能かどうかを詳細に検討することとした。このような研究は、企業買収法制をめぐる従来の議論を補

完し、日本の企業買収法制の発展に大きく寄与する可能性を有するものであると考えられる。

2. 研究の目的

本研究の第1の目的は、企業買収の場面において諸外国で採用されている法制度の内容を丁寧に紹介するとともに、諸外国における学説上の議論についても詳細に分析することで、これらの法制度が有効に機能する上で必要となる具体的な条件の内容を考察することにある。その上で、これらの条件が日本の企業買収の場面においても同様にあてはまるかどうかについて、実態に即した詳細な分析を行い、最終的には、日本における望ましい企業買収法制のあり方について何らかの政策的な提言を行うことを最終的な目的とする。

3. 研究の方法

(1) 本研究の内容は、諸外国の企業買収の場面における法制度および学説上の議論を調査・分析する段階と、日本における望ましい企業買収法制について検討する段階とに大きくは分けられる。

そして、この段階では、諸外国の企業買収の場面で採用されている法制度の概要のみならず、同場面に関する学説上の議論についても詳細に分析・検討することで、それらの議論の背後にあると考えられる「ある国の特定の企業買収法制が有効に機能する上で必要となる具体的な条件」の内容について考察する。次に、この段階では、主として文献調査を通じて日本の企業買収取引の実情に関する全体像を把握するとともに、実際に取引に携わっている実務家へのインタビュー等を通じた実態調査を踏まえて、文献調査により得られた情報を補完した上で、日本における望ましい企業買収法制のあり方について検討を試みる。

(2) 本研究の方法に関する学術的な特色および独創的な点としては、第1に、日本ではこれまでのところ、必ずしも十分に分析・検討されてきたとはいえない企業買収の場面における諸外国の学説上の議論それ自体についても、主な研究対象として設定する点が挙げられる。

第2に、本研究が目的とするところは、諸外国で採用されている法制度の単なる紹介にあるのではなく、諸外国で採用されている法制度が有効に機能するための具体的な条件の内容について考察し、そのような条件が日本においても同様に観察可能かどうかを詳細に検討する点にある。こうした点を踏まえれば、法制度の提言という点に関して、従来の研究と比較してより実践的な目的を有するといえるだろう。

第3に、特に企業買収法の分野では、諸外国における学説上の議論（とりわけ議論の対立軸とその依拠する判断枠組み）を正確に理解し、日本の企業買収の場面における当該議論の妥当性についても分析・検討するためには、法学のみならず、経済学・社会学といった他の社会科学の方法論に基づく分析の視点が（少なくとも一定程度は）必要不可欠であると考えられるが、方法論の点でそのような学際的な手法を採用する点で、本研究は特色を有する。

4. 研究成果

(1) 既に述べたように、本研究は、企業買収の場面において生じうる問題に対する解決策として考えられる法制度に関して、理論的な観点から分析・検討を行うことを目的とする。具体的には、敵対的な企業買収か友好的な企業買収かを問わず、広く会社の支配権が移転する場面を対象に、こうした企業買収の場面で生じうる問題を解決するために諸外国で採用されている法制度の具体的な内容を紹介するとともに、かかる法制度が有効に機能する上で必要となる条件について詳細に分析・検討し、このような条件が日本でも同様に観察可能かどうかという観点から、日本の企業買収の場面におけるあるべき法制度の内容について何らかの政策的な提言を行うことを目的とする。

(2) 研究初年度にあたる平成24年度には、日本の企業買収の場面における取締役に対する規律づけの仕組みとして利用可能な手段に関して、主として米国法を対象とした比較法的な観点をも踏まえながら、その充分性や改善提案について検討を試みた。

検討の結果として、理論的な観点からは、日本の現状等を踏まえれば、（損害賠償責任の追及や株式買取請求権の行使といった手段と比較して）差止請求権の行使を通じた規律づけの仕組みをこれまで以上に有効活用していくことが望ましいのではないかと考えるに至った。その理由として、差止請求権の行使を通じた取締役に対する規律づけを実現することの利点として、いずれも差止請求制度の仕組み次第ではあるものの、次の3点を指摘することができるのではないかと考えており、その検討結果を対外的に公表した（後述の5〔図書〕）。

第1に、差止請求権の行使を通じた規律づけの利点として、取締役に対する損害賠償責任の追及や会社に対する株式買取請求権の行使（会社法172条の株式取得価格の決定の申立てを含む）といった手段と比較しても、買収対価の妥当性には必ずしも踏み込まなくても規律づけが可能になるという点で、規律づけをエンフォースする主体たるべき株主が負う証明の負担は比較的軽いと考えられる点が挙げられる。

第2に、裁判所の介入により生じうる取締役に対する委縮効果は、差止請求権の行使を通じた規律づけの場合には比較的小さく抑えられる可能性がある。これに対して、損害賠償責任の追及という手段を利用する場合には、取締役に対する委縮効果が（当初予想していたよりも）大きなものとなるおそれがあり、その結果として、効率的なものも含めて、企業買収活動を大きく減退させてしまう危険性が否めない。

第3に、差止請求権の行使を通じた規律づけの利点として、差し止められた企業買収について、株主の判断に必要な情報を追加で開示したり、当事会社が再度誠実に交渉したり、または新たな取引相手の有無を模索・検討したりすることで、裁判所があるべき買収の条件（対価）を具体的に設定しなくても、市場を通じてより望ましい買収が実現する可能性が認められる。

(3) 次に、研究2年目にあたる平成25年度には、MBOや支配株主による少数株主の締め出しといった一部の友好的な企業買収の場面における問題（特に構造的または潜在的な利益相反問題）に対処するという観点から、利益相反を回避または軽減するための措置として、欧米を中心とした諸外国で広く利用され、日本でも最近では利用される事例が大幅に増えつつある第三者委員会（特別委員会）の有効性の評価基準に関する研究を主として行った。この問題に関しては、企業買収の場面において第三者委員会（特別委員会）を利用してきた歴史が古く、事例も豊富な米国における判例法理が大いに参考になると考えて、その内容を最新のものまで含めて精査するとともに、日本の企業買収実務に関する実情等に照らし、日本で実現可能な望ましい第三者委員会（特別委員会）のあり方について分析・検討した。

また、平成25年度の後半には、企業買収の場面において対象会社の取締役が負うべき義務に関する考察や、公開買付制度に関する比較法的研究を進めた。特に前者の対象会社の取締役が負うべき義務に関する問題については、主として米国法を対象とした比較法的観点からの研究に加えて、平成25年4月に東京高裁から、この問題に関する理論的にも実務的にも興味深い重要な判決（東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件の東京高裁判決）が示されたことから、本研究で培った理論的な視点に基づきながら、同判決の分析・検討を行い、その研究成果として論文を公表した（後述の5〔雑誌論文〕）。

(4) 最後に、研究最終年度にあたる平成26年度には、これまでの3年間にわたる研究を総括する観点から、企業買収法制に関する理論研究として、大きく次の4点に焦点をあて

ながら研究を進め、それぞれ研究の成果を論文として対外的に公表した。

第1に、友好的な企業買収の場面で対象会社の取締役が負うべき義務に関して、米国の企業買収の場面で採用されているレプロン義務の発動要件および同義務の内容を紹介するとともに、経済学の知見を活用しながら同義務の背後にある考え方（同義務の正当化根拠）を模索した。そしてその上で、同義務とレックス・ホールディングス損害賠償請求事件の東京高裁判決で言及された価格最大化義務との関係について分析・検討した（後述の5〔雑誌論文〕）。

第2に、平成25年度の研究に引き続き、友好的な企業買収の場面における第三者委員会（特別委員会）の有効性に関して、比較法的観点からの示唆を得るとともに、実際の日本における企業買収の事例（MBO）を題材に、日本における第三者委員会の有効性に関する望ましい評価基準のあり方について検討を試みた（後述の5〔雑誌論文〕）。

第3に、敵対的な企業買収の場面に関して、強力な買収防衛策の採用が対象会社における株主利益の観点から正当化することができるかという問題意識に基づき、米国の法学者・経済学者から指摘されている強力な買収防衛策の正当化根拠（株主の判断に対する強圧性・交渉力仮説等）とその議論の限界について検討し、日本の敵対的な企業買収の場面において、それらの議論からどのような示唆を得ることができるかについて分析・検討した（後述の5〔雑誌論文〕）。

第4に、近年では日本でも、対象会社における株主の判断機会を確保することで、企業買収の場面における株主と取締役との間の構造的または潜在的な利益相反問題に対処するという考え方が広まりつつあるが、株主の議決権行使行動の合理性に関する限界として古くから指摘されている集合行為問題に加え、近年では（株式の議決権と経済的な持分が乖離することによる）エンプティ・ボーティングに起因する問題も指摘され始めており、こうした問題について理論的観点から掘り下げて分析するとともに、日本においてこうした問題にどのように対処したらよいかについて検討・公表した（後述の5〔学会発表〕および〔図書〕）。

(5) 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、日本の企業買収の場面において実務上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論文等の形で公表した（後述の5〔雑誌論文〕および〔図書〕）。

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16件）

白井正和、会社支配権の移動を伴う第三者割当と不正発行、判例セレクト（法学教室別冊）、査読無、2014-2号、2015年、21-21頁

白井正和、レプロン義務と価格最大化義務、論究ジュリスト、査読無、10号、2014年、141-148頁

白井正和、買収防衛策は株主利益の観点から正当化できるか、ビジネス法務、査読無、14巻8号、2014年、100-103頁

白井正和、MBOにおける利益相反回避措置の検証、旬刊商事法務、査読無、2031号、2014年、4-16頁

白井正和、権限分配と利害調整のルールとしての会社法、法学教室、査読無、404号、2014年、20-25頁

白井正和、公開買付価格を下回る完全子会社株式の公正な価格、ジュリスト、査読無、1463号、2014年、102-106頁

白井正和、エンプティ・ボーティングをめぐる議論の状況とそこから得られる示唆、法律時報、査読無、86巻3号、2014年、12-17頁

白井正和、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件東京高裁判決の検討、ビジネス法務、査読無、13巻11号、2013年、46-52頁

白井正和、株式買取請求に係る「公正な価格」の意義、民商法雑誌、査読無、148巻4・5号、2013年、438-455頁

白井正和、MBOにおける全部取得条項付種類株式の取得価格の算定、ジュリスト、査読無、1455号、2013年、116-119頁

白井正和、日本版ESOPと不正発行、ジュリスト（平成24年度重要判例解説）、査読無、1453号、2013年、97-98頁

白井正和、持合解消信託をめぐる会社法上の問題、法学（東北大学）、査読無、76巻5号、2012年、491-517頁

白井正和、取締役の義務—注意義務と経営判断原則、別冊ジュリスト（アメリカ法判例百選）、査読無、213号、2012年、238-239頁

白井正和、ライブドア事件最高裁判決の
検討(下)、旬刊商事法務、査読無、1972
号、2012年、15-26頁

白井正和、ライブドア事件最高裁判決の
検討(中)、旬刊商事法務、査読無、1971
号、2012年、14-24頁

白井正和、ライブドア事件最高裁判決の
検討(上)、旬刊商事法務、査読無、1970
号、2012年、4-14頁

〔学会発表〕(計1件)

白井正和、信託を用いた株式の議決権と
経済的な持分の分離、信託法学会、2014
年6月15日、青山学院大学(東京都澁
谷区)

〔図書〕(計5件)

中東正文 = 白井正和 = 北川徹 = 福島洋
尚、有斐閣、会社法、2015年、255頁
(21-98頁)

神作裕之 = 田澤元章 = 高橋美加 = 小出
篤 = 弥永真生 = 白井正和、公益信託法人
トラスト 60、商事法・法人法の観点か
ら見た信託、2014年、153頁(93-122
頁)

川嶋四郎 = 中東正文 = 大杉謙一 = 河野
正憲 = 藤田友敬 = 山田泰弘 = 八田卓也
= 難波孝一 = 受川環大 = 松原弘信 = 吉
垣実 = 白井正和 = 野村秀敏 = 本間靖規、
日本評論社、会社事件手続法の現代的展
開、2013年、281頁(205-222頁)

田中亘 = 飯田秀総 = 久保田安彦 = 小出
篤 = 後藤元 = 白井正和 = 松中学 = 森田
果、有斐閣、数字でわかる会社法、2013
年、285頁(191-221頁)

白井正和、商事法務、友好的買収の場面
における取締役に対する規律、2013年、
555頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

白井 正和 (SHIRAI MASAKAZU)
東北大学・大学院法学研究科・准教授
研究者番号：10582471