

令和 2 年 4 月 28 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2016～2019

課題番号：16K03403

研究課題名（和文）部分買付の現状と公開買付規制のあり方

研究課題名（英文）The Current Status of Partial Tender Offers: Rethinking the Regulation on the Tender Offer

研究代表者

飯田 秀総 (Iida, Hidefusa)

東京大学・大学院法学政治学研究科（法学部）・准教授

研究者番号：80436500

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、公開買付けにおいて買い付ける株式数に上限をつけて行う部分買付けのメリットとデメリットを分析し、立法論として、部分買付けに対する規制のあり方を分析した。その結論として、部分買付けのメリットを生かしつつ、デメリットを防止できる立法論をするべきであるという結論に至った。

さらに、公開買付規制には、少数株主の保護の視点から論理一貫していない問題があること、公開買付期間中に配当が行われるリスクに対して規制が不合理になっていることなどの問題点があることを解明し、その改善策の立法論も検討した。

そして、部分買付けはコーポレート・ガバナンスの問題なので、関連する研究も行った。

研究成果の学術的意義や社会的意義

日本では、欧米と異なり、部分買付けがしばしば行われてきている。本研究期間中の出来事である、日本の大手企業同士の敵対的公開買付けとして初の成立例も、まさに部分買付けだった。また、ここ数年で、日本でも敵対的公開買付けの件数が増えてきており、部分買付けが行われる可能性が高まっている。このような状況下で、本研究は、部分買付けに関するあるべきルールを提案し、日本の証券市場の適切なインフラ整備に貢献する。

研究成果の概要（英文）： This study analyzed the merits and demerits of a partial tender offer. A partial tender offer means the tender offer with an upper limit on the number of shares to be purchased in a tender offer. This study analyzed, as a legislative theory, how to regulate the partial tender offer. The conclusion is that the Japanese law should be able to take advantage of the merits of the partial tender offer while preventing the demerits.

Also, this study identified problems with the tender offer regulations that are not logically consistent from the perspective of protecting minority shareholders and that the rules are unreasonable for the risk of dividends being paid during the tender offer period. This study also examined the legislative arguments for remedial measures to such problems.

Besides, since the partial tender offer relates to a corporate governance issue, this study also studied the problems in corporate governance.

研究分野：商法

キーワード：公開買付け 部分買付け キャッシュ・アウト 少数株主の保護 株式買取請求権 敵対的買収 株主アクティビズム 支配権市場

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

日本の金融商品取引法は、部分買付けを認めることを前提に、公開買付規制が設計されている。イギリスの義務的公開買付制度を参考にしつつ平成 2 年改正で導入された、3 分の 1 超の株式を市場外で取得するには公開買付けによらなければならないといういわゆる強制的公開買付制度(3 分の 1 ルール)も、イギリスでは原則として禁止される部分買付けを日本では認めることを前提に、イギリスの制度と異なる形で導入された。具体的な違いは、イギリスでは支配を取得してから公開買付けを実施する義務があるという意味で事後的な規制であるのに対して、日本では支配を取得する際に公開買付けを実施しなければならないという事前的な規制である点にある(次表参照)。

	日本	イギリス
部分買付け	自由	原則として不可
公開買付けの強制/義務のタイミング	事前	事後

この日本の公開買付規制を特徴付ける部分買付けについて、非効率的な買収でも実現してしまうなどといった機能的な分析が行われたり、部分買付けを許すとしても公開買付けの強圧性に対応するルールを導入するべきだと提案されたりするなど、学界の関心が高まっている。

イギリスで部分買付けが原則として禁止されたのは、部分買付けの際に応募した順に買い付けるといった事例があり、対象会社の株主の熟慮の機会を奪うという問題事例があったという経緯がある。また、アメリカでは、強圧的な二段階公開買付けが問題となり、これに対抗する買収防衛策が広く導入されていき、その中で部分買付けは事実上行われなくなっていったという経緯がある。そのため、理論的には、部分買付の是非について賛否両論あるところではあるが、実際には英米では部分買付が行われなため、その後の研究がストップしており、未解明な部分が残されたまま放置されている状況にある。

2. 研究の目的

本研究は部分買付の現状と公開買付規制のあり方を検討する。英米と比較した日本の公開買付の特徴として、買付株式数に上限を付けて行う部分買付の実行が認められており、買収後も対象会社の上場を維持する目的などで実際に活用されている。部分買付を容認することには、全株式を買収する資金を調達できない者にも支配取得のチャンスを与えるので、支配権市場を活発化させるメリットがある一方で、英米での経験によれば、非効率的な買収に濫用されるおそれがある。日本法は、今後も部分買付けを容認すべきか、また、容認するとしても規制を改善すべき点はないか、という問題を明らかにするのが本研究の目的である。その前提として、部分買付の現状について、統計的な分析およびケーススタディの手法で、解明することも本研究の目的である。

3. 研究の方法

本研究は、4 段階に分けて作業を行う。

第 1 段階目の作業として、部分買付けについての規制と実務の発展について、アメリカ・イギリス・日本の 3 カ国について比較法研究を行う。

第 2 段階目の作業として、部分買付けによる企業買収のもつ企業価値・効率性への影響についての理論モデルの構築である。これは第 1 段階で得られた比較法的研究の成果を生かしつつ、法と経済学的手法で研究をする。

第 3 段階目の作業として、第 2 段階で構築した理論モデルを、日本の実例を使って実証的に検証する。

第 4 段階目の作業として、以上で得られた知見を、日本法の状況と日本の会社実務の状況をふまえて日本に適した形で達成できるような仕組みは何か、ということに十分に注意を払いながら、部分買付けに関する立法論のグランドデザインを提示する。

4. 研究成果

(1) 研究の主な成果

部分買付けの是非

部分買付けのメリットは、第 1 に、買収者の資金制約の問題への対応になる点である。もしも部分買付けが禁止される法制度の下では、対象会社の全株式を買収するのに十分な資金を調達できない者は、買収を諦めていたかもしれない。しかし、部分買付けが容認される法制度の下では、そのような者にも対象会社の支配権を取得するチャンスを与える。したがって、部分買付けを容認する制度は、買収者の資金制約によって好ましい買収を阻害するおそれをかなり小さくでき、ひいては、支配権市場を活発化させる点にメリットがある。

第 2 に、対象会社の上場を維持できる点である。買収者の希望として、対象会社の支配権を獲得したいが、同時に、対象会社の上場を維持したいというケースが、日本では少なくない。東京証券取引所の上場廃止基準には、たとえば、流通株式比率が 5% 未満という基準があるから、全部買付けをしたら予想以上に応募が集まってしまって、想定外の上場廃止となるおそれ

はある。これに対して、部分買付けにしておけば、確実に対象会社を上場維持できる。実際に、公開買付届出書において、部分買付けとする理由として上場を維持する方針だから、と記載されていることが多い。

第3に、敵対的買収者の買収監査の機会を確保できる点である。すなわち、買収者は、対象会社の全株の買収を最終目標とする場合であっても、部分買付けが許容されていれば、部分買付けによって対象会社の支配権を取得してから買収監査を行い、残りの株式を適正な価格で買い付けることができる。これに対して、部分買付けが禁止され、全部買付けをしなければならない場合、そのようなアレンジができない。この結果、部分買付けを禁止してしまうと、対象会社の状況を把握しにくい敵対的買収は極めて困難になってしまう（黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016）281頁）。

部分買付けのデメリットは、第1に、非効率的な買収が成立したり、非効率的な支配権の移転が生じるおそれがある点である。つまり、部分買付けは、非効率的な買収に濫用されるおそれがある。たとえば、学説の中には、強圧性のゆえに望ましくない買収が実現するおそれがある。全部買付よりも部分買付けの方がそのおそれが多く存在するとの見解がある（田中巨『企業買収と防衛策』（商事法務、2012）387 - 391頁）。もっとも、強圧性の問題に対しては、部分買付けを禁止せずとも、強圧性を排除するための法制度（具体的には、買収の成否自体に対する賛否と、応募の意思表示とを分離する制度）（飯田秀総「買収手法の強圧性」とりうる法の対処策」田中巨編『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013）222頁、242 - 248頁参照）を導入すれば対応可能なのではないかという反論が可能である。

第2に、少数株主が害されるおそれがある点である。部分買付けが容認されると、対象会社には、買収者が支配株主となり、買収後に支配株主として私的利益を追求し、少数株主の利益を害するおそれがある。なぜならば、支配株主は、株主共同の利益の最大化に興味を持たず、支配株主のみが享受する私的利益と、所有する株式数に相当する価値（共通価値）の総和の最大化に興味を持つからである。つまり、理論的には、支配株主の目標は、株主全体の目標と異なる。もっとも、この少数株主が害されるおそれは、部分買付けを単純に禁止しても、解決にはならない。なぜならば、全部買付け後にキャッシュ・アウト等が行われない限り、支配株主と少数株主の利害の対立の問題は残るからである。

以上のとおり、部分買付けを容認することには、メリット・デメリットの両面が理論的に考えられる。このような直感的な議論を社会科学的に裏付けるには、まずは、部分買付けの対象となった会社の、その後の業績などを検証することが一つの手がかりとなると考えられる。もちろん、これを検証するだけでは、目に見えない影響を取りこぼすことになるので、不十分ではある。しかし、部分買付けの対象となった会社のその後の業績が悪いのだとすると、部分買付けのメリットを活かして非効率的な買収が実現したということになってしまい、そうであればそのようなメリットは、もはやメリットとしてカウントすべきでないということも検討する必要があるはずである。逆に、部分買付けによる買収には、効率的な買収が多いのだとすれば、特段、部分買付けを禁止する必要はないという議論を支える事情の1つとなり得る。

そして、本研究において行った分析の結果では、平均的な傾向として、少なくとも、部分買付けの対象となった会社の企業価値が棄損したという現象は、本研究で行った分析の結果においては観察されなかった。ただし、これはあくまでも平均的な傾向に過ぎず、ケースごとに、企業価値が上昇するものもあれば、企業価値が下落するものもあることに注意が必要である。

したがって、少なくとも部分買付けのデメリット面のみが発生しているわけではないから、立法論としてはこれを禁止するべきではない。しかし、その前提として、デメリットへの対応が必要不可欠である。そして、デメリットの問題は部分買付けに固有の問題ではないから、部分買付けを禁止するのではなく、それぞれの問題に対応する別の対処策をまずは検討すべきである。

公開買付け規制の改善点

第1に、部分買付けの公開買付けの強圧性に対応する規制を導入するべきである。そうすることにより、部分買付けのデメリットの問題については、株主が自由に意思決定をした結果として、非効率的な支配権の変動を選択したということにすぎなくなり、もはやデメリット面を問題視する必要もない。つまり、株主の自由な意思決定の結果として、企業価値を引き下げるような決定をしてしまうこともあるだろうが、それ自体はもはや法的に介入すべき現象とはいえずなる。逆に、株主の意思決定が公開買付けの強圧性によって歪められてしまうと、このデメリットの問題を払しょくすることは非常に困難である。部分買付けは、その定義上、これが成立したときには必ず対象会社に少数株主が残ることとなる。支配株主と少数株主の利益相反問題については、全世界的に直面する問題であり、各国において様々な工夫がなされているものの、未だかつてその決定的な解決手段が実現したことはない。

第2に、部分買付けについて公開買付規制の対象にして、強圧性への対応が必要だと考えるのであれば、公開買付けによらずに、市場で株式を買い集める方法による買収についても、強圧性の問題に対応する規制を導入するべきである。さもなければ、部分買付けについてどれ程優れた規制を作っても、買収者が市場での株式の買い集めの手法を選択してしまえば、かつ、それについて規制がない現状のままでは、会社支配権市場の状況の改善にはつながらないからである。

第3に、部分買付けには敵対的買収を可能にするという側面があるところ、日本の公開買付規

制には敵対的買収者の視点からすれば不合理なところがある。なぜならば、公開買付けを開始すると、その後は、公開買付け価格を引き下げられないところ、対象会社が公開買付け期間中に配当を実施してしまうと、買収者が公開買付けに成功しても、配当で流出した現金の分の企業価値を得られないにもかかわらず、当初の公開買付けで買い付けざるを得ず、不利益を被るおそれがあるからである。解釈論としては、一定の要件を満たす場合には、公開買付けの撤回ができると解されているものの、条文上は不明確であるという限界がある。また、公開買付けを一度撤回して、再度公開買付けを始めるとするのは、買収者にとって買収の成立時期が予定よりも遅れてしまい、それだけコスト要因となる。これに対して、配当で流出した分だけ公開買付け価格を引き下げられれば、そのまま予定どおりのスケジュールで公開買付けを完成できるのであれば、買収者としては不利益はないはずである。

第4に、部分買付けの場合、買収者は、対象会社を買収後にどのように経営する方針であるのかという情報が、対象会社の株主にとっては重要である。なぜならば、部分買付けの定義上、たとえ全株主がその公開買付けに応じても、かならず少数株主として残る株主が発生するからである。そのため、公開買付け後に少数株主になった場合に、その株式の価値がどうなるだろうかということの対象会社株主としては知ったうえでなければ、公開買付けに応募すべきかどうかについて適切な判断をすることは難しい。強圧性を排除する仕組みを導入するべきであるという上記第1の立法論を前提にすると、この点に関する情報が適切に少数株主に伝えられることも必要である。

(2) 得られた成果の国内外における位置づけとインパクト

以上のような部分買付けに対する評価と、あるべき公開買付け規制のあり方の立法論は、少なくとも国内における現実問題として検討の必要性があるという点を解明した点でインパクトがあると考えられる。部分買付けは、買収後も対象会社の上場を維持する目的などで実際に活用されている。日本の大手企業同士の敵対的公開買付けとして初の成立例もまさに部分買付けだった。また、敵対的な公開買付けの事案において部分買付けが行われた例もあり、それに対して、買収防衛策の導入が株主総会において多数決で承認されたという事例も生じた。さらに、公開買付けの対象となった会社が配当を行う事例も生じた。このように、本研究において立法的な対応が必要だと主張していた諸問題が、現実問題として目に見える形で発生し始めている。本研究は、これらの現象を正しく理解するための理論的なフレームワークを提供するものといえる。

(3) 今後の展望

部分買付けの問題は、支配権の成立の過程の問題として考えれば、公開買付け規制の改善が必要不可欠である。また、部分買付け後にはかならず少数株主が発生するので、支配株主と少数株主の利益相反問題という支配権の行使段階での問題もある。これは、日本では特に親子上場問題などと呼ばれることがおおいが、世界的なフレームワークでいえば、支配株主による搾取をいかに防ぐかというコーポレート・ガバナンスの問題である。このような支配権の移転後の支配株主の規律をいかに設計すべきかという問題は、部分買付けの問題と密接な関係にある。そのため、今後は、本研究は、この支配株主と少数株主の利益相反問題の分析に発展させていく必要がある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計10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 0件）

1. 著者名 飯田秀総	4. 巻 298
2. 論文標題 部分買付けに関する覚書	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 MARR : Mergers & acquisitions research report	6. 最初と最後の頁 22-27
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 飯田秀総	4. 巻 2221
2. 論文標題 対象会社による配当と公開買付価格の引下げ	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 4-16
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 飯田秀総	4. 巻 458
2. 論文標題 少数株主の締出し (スクイズ・アウト)	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 法学教室	6. 最初と最後の頁 34-37
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 飯田秀総	4. 巻 2191
2. 論文標題 株式買取請求における市場株価とMBOの取引価格	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 44-50
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 飯田秀総	4. 巻 2146
2. 論文標題 最近の米国証券訴訟判例の日本法への示唆	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 39-48
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 飯田秀総	4. 巻 1512
2. 論文標題 公開買付規制・大量保有報告規制の課題	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 45-50
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 飯田秀総	4. 巻 1515
2. 論文標題 フェア・ディスクロージャー・ルールの理論的課題	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 56-60
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 飯田秀総	4. 巻 449
2. 論文標題 株式買取請求権制度の限界 - - テクモ事件決定をてがかりに	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 法学教室	6. 最初と最後の頁 80-86
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 飯田秀総	4. 巻 1495
2. 論文標題 キャッシュアウトの合理性を活かす法制度の構築	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 ジュリスト	6. 最初と最後の頁 57-62
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 飯田秀総	4. 巻 7
2. 論文標題 取締役会の役割と法の役割 取締役会の監督機能を中心に	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 信託フォーラム	6. 最初と最後の頁 94-99
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5件

1. 著者名 飯田秀総	4. 発行年 2018年
2. 出版社 資本市場研究会	5. 総ページ数 439(384 - 431)
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2019年度版	

1. 著者名 飯田秀総	4. 発行年 2017年
2. 出版社 資本市場研究会	5. 総ページ数 447(227-268)
3. 書名 企業法制の将来展望 資本市場制度の改革への提言 2018年度版	

1. 著者名 飯田秀総	4. 発行年 2016年
2. 出版社 成文堂	5. 総ページ数 1176(1-26)
3. 書名 岸田雅雄先生古稀記念論文集 現代商事法の諸問題	

1. 著者名 飯田秀総	4. 発行年 2016年
2. 出版社 有斐閣	5. 総ページ数 438(63-104)
3. 書名 日本の公開買付け -- 制度と実証	

1. 著者名 飯田秀総	4. 発行年 2016年
2. 出版社 商事法務	5. 総ページ数 546(279-312)
3. 書名 コーポレート・ガバナンス改革の提言 -- 企業価値向上・経済活性化への道筋	

〔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
--	---------------------------	-----------------------	----