

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 6月 5日現在

機関番号：13901

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2010～2011

課題番号：22730072

研究課題名（和文）

敵対的買収法制の基礎的研究—日米の比較を踏まえて

研究課題名（英文）

How different are Japanese and the U. S. hostile takeover laws?: A functional and public choice perspective

研究代表者

松中 学 (MATSUNAKA Manabu)

名古屋大学・法学研究科・准教授

研究者番号：20518039

研究成果の概要（和文）：

本研究は敵対的買収法制について、(1)日米の異同、(2)なぜ異なるのかを他の社会科学の成果も踏まえて明らかにし、(3)望ましい法制度のあり方を検討し、次の点を明らかにした。(1)アメリカ（デラウェア）では取締役会が中心になって敵対的買収に対処するというモデルが明確に採用されているが、わが国では、株主（総会）が決めるという法ルールと取締役会の権限を肯定する法ルールが混在している。(2)これは、法ルールの形成の方法と利益集団の分布状況から、買収法制に関する基本的なモデルの選択が進まないためである。さらに、(3)わが国の買収法制に関しては、特に特定の業種や分野を対象とした法令による敵対的買収の制約が懸念される。

研究成果の概要（英文）：

Purposes of this research project is to analyze (1) differences between Japanese and the U.S. hostile takeover laws, (2) what makes the differences and (3) what we need to make our takeover laws better. I showed that (1) the most important difference between both laws is that while the U.S. (Delaware) clearly adopts a board-centered model, Japanese law does not clearly adopt or reject the model. (2) The difference in basic model comes from differences in rule making process concerning hostile takeover and in power and distribution of interest parties between both countries. As for Japan, although there are small possibilities of adopting laws that heavily restrict hostile takeovers in general, such as some states in the U.S., there is a risk of casting restriction on hostile takeovers in some particular industries by individual statutes regulating those industries.

交付決定額

(金額単位：円)

|        | 直接経費      | 間接経費    | 合計        |
|--------|-----------|---------|-----------|
| 2010年度 | 700,000   | 210,000 | 910,000   |
| 2011年度 | 700,000   | 210,000 | 910,000   |
| 総計     | 1,400,000 | 420,000 | 1,820,000 |

研究分野：会社法

科研費の分科・細目：民事法学

キーワード：会社法、敵対的買収、アメリカ会社法、デラウェア州法

## 1. 研究開始当初の背景

2005年にニッポン放送事件が生じた前後から、わが国においても敵対的買収が現実的なものとなり、それに伴って敵対的買収に関する法制度の研究が行われてきた。そのような研究の多くは、外国法を扱っており、とり

わけ、既に敵対的買収の隆盛に伴い防衛策をめぐって法制度が発達してきたアメリカ（デラウェア州）法を検討し、防衛策の導入・発動に関する司法審査の基準としてデラウェア州の判例法理の（部分的な）導入を試みるものが多くみられた。他方、アメリカ法の内容

をわが国に導入することに批判的な見解もみられ、異なる立法のポリシーを採用するイギリスをもとにした提言も行われていた。

また、学界のみならず、現実のルールの形成においてもアメリカを中心に外国法が参照されていた。ニッポン放送事件以降の裁判例はデラウェア州の判例法理の影響を受けていることが指摘され、経済産業省の企業価値研究会が2005年に公表した『企業価値報告書』、経産省・法務省による『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』も、アメリカ法、特にデラウェア州の判例法理をベースとしている。さらに、実務家の議論でもアメリカ法、アメリカにおける防衛策は頻繁に論じられていた。

しかし、従来の研究には(1)わが国と他国の法制度の厳密な比較、および(2)なぜ異なるのかについての検討が不足していた。すなわち、研究上も実務上もアメリカ、特にデラウェア州法が参照されるにもかかわらず、わが国との異同は厳格に論じられず、差異の説明も深く探求されないか、概念的な分析に止まるものであった。

## 2. 研究の目的

以上の状況を踏まえて、本研究は、敵対的買収法制について、(1)日米でどのように異なるのか、(2)なぜ異なるのかを他の社会科学の成果も踏まえて明らかにした上で、(3)わが国における望ましい法制度のあり方を検討するものである。

## 3. 研究の方法

(1)については、機能的な観点からの比較法研究を行った。特に、どのような場合に取締役会限りでの防衛策の導入・発動が認められ、どのような場合には認められないのかを分析した上で、両国の法ルールの背後にはどのような政策的な考慮、ポリシーがあるのかというレベルに遡って研究を行った。

また、(2)については、概念的な差異の説明ではなく、社会科学的分析手法、とりわけ、近時会社法の分野でも応用されつつあるpolitical scienceの手法を用いた。本研究では、特にどのような法ルールの形成方法が異なる法ルールを生み出すのかに着目した。

最後に、(3)については、一般的に「望ましい」買収法制を明らかにすることは、各国で少なくとも表面的には買収法制に差異が残っていることに反映されているように、困難である。そのため、(2)で明らかにした、わが国の買収法制の形成方法に着目し、その望ましさ、および望ましくない法ルールが生まれる可能性について検討した。

## 4. 研究成果

### (1) 主な研究成果

### ①アメリカ(デラウェア州)法について

1968年のウィリアムズ法によって公開買付けが連邦法による規制対象となったものの、対象会社の敵対的買収に対する行動をどのように規律するのかは州法に任されていた。そこで、経営者の利害を反映して、各州ではいわゆる第1世代の反買収規制を作るようになった。デラウェア州では、比較的遅い1976年に第1世代反買収規制が当時の一般会社法203条に置かれた。この規制は他州と比べると行政庁の審問などを含まない点で、買収者側に有利なものであったが、イリノイ州の反買収規制を違憲とした1982年のMITE事件連邦最高裁判決を受けて、事実上効力を失い、1987年に廃止された。

ちょうど時期を同じくして、1980年代半ばから90年代にかけてUnocal, Revlonをはじめとする一連の防衛策に関する著名な判例が登場した。これによって、対象会社の取締役会は敵対的買収に対する防衛行動をとることが一定程度認められることが明らかになった。もっとも、いわゆるポイズン・ピルの法的効力が安定したのは1990年代半ばに形成された判例法理によるところが大きく、それ以前の段階では、法的効力の不安定な防衛策だけでは足りないという認識も強かった。そのため、インディアナ州の第2世代反買収規制を合憲としたCTS事件連邦最高裁判決の直後からデラウェア州でも第2世代反買収規制の検討が開始され、1988年に現在の203条が成立した。

他方、強圧的な手法による買収がなされなくなってくると、防衛策の濫用などの株主の利益を害する行為への対処が顕在化する。そこで、判例では、経営者から一定の独立性を保った取締役会による判断を求めるのに加えて、株主による意思決定に直接的に介入することを規制する法理が発達してきた。

さらに、近年では機関投資家の影響力の拡大を背景に、附属定款の変更などに関して、従来の権限分配を修正するルールも登場している。判例のみならず、州会社法の改正による対応がなされている点で従来と様相を異にする。もっとも、これは取締役会が防衛行動をとることができるという基本的なモデルを前提とした修正であり、この基本的なモデル自体が変容しているわけではない。

### ②日米の差異

上記のとおり、アメリカ(デラウェア)では、揺れ動いてきた・いる部分があるとしても、取締役会が中心となって敵対的買収に対応する権限を持っているという基本的なモデルは変化していない。そして、これをベースに、役員構成や報酬などによって、取締役会の権限を広く認めることによるエージェンシー問題に対処してきたといえる。

これに対して、代表者が既に明らかにした

とおり、わが国においては取締役会が中心となって敵対的買収に対処するのか、それとも取締役会は積極的な行動をとることができず、株主の意思決定に委ねる（強圧的な買収は公開買付規制などで対処する）のかという基本的なモデルの選択が明確に行われていない。すなわち、両者のモデルに（部分的に）もとづく法ルールが様々なレベルで散在している。

### ③日米の差異の原因

このようなわが国とアメリカ（デラウェア）の差異はどこから生じているのか。敵対的買収をめぐる基本的なモデルとして異なるものを採用しているアメリカとイギリスに関しては、従来からの会社法ルールの構造という経路依存や法ルール形成において力を有している利益集団の違いを反映しているという議論も存在する。

わが国とアメリカについても、法ルールの形成過程に目を向けることで、法ルール自体をめぐる議論に焦点を当てるよりも生産的な議論が可能となる。特に、敵対的買収は日米のみならず、どの国でも法ルール形成をめぐる利害関係者が熾烈な争いを繰り広げる問題であり、それらの関係者の行動というインプットを無視してできあがった法ルールのみを見ても、「なぜ」存在するのかの説明は中途半端なものにならざるをえない（もちろん、一度できあがった法ルールはその経緯を一応脇に置いた上で存在意義や趣旨を説明するという伝統的な法律家の議論には別の意義はあるが）。むしろ、形成された法ルールを関連するプレーヤーが合理的に行動した帰結として成立している均衡として理解し、どのようにしてそこに至ったのかを見ることで、なぜ別の法ルールが存在するのかを十分に理解することができる。

本研究では、日米の敵対的買収をめぐる法ルールの形成過程に注目して、両国の法制度の差異を検討した。

デラウェアの買収法制の形成は主として裁判所が担ってきたことはよく知られている。しかし、基本的な法ルールが形成された1980年代中盤をみると、判例法理とそれを形成する裁判所の背後には、常に敵対的買収を抑制する制定法上の反買収規制が「後景」として控えてきたということができる。役員に関する改正に表れているとおり、立法に強い影響を与えることができるアクターが強い不満を持つ判例法理は議会によって修正される可能性がある。改正を働きかけるにはアクターにとってコストがかかる上、議員にとっても自らの政策選好から離れるほど高いコストがかかることになるため、関係するアクターが不満を持つからといって、常に改正が実現するわけではない。しかし、反買収規制に関しては、経営者は敵対的買収という実現すれば極めて大きな損失が生じるイベントであ

り、また、会社の資金を使ってロビイングを行うことができる。さらに、経営者は従来からの活動を通じて、連携をとるコストも低い。実際、CTS事件連邦最高裁判決の直後から、第2世代反買収規制の制定に向けた働きかけが盛んに行われていた。そして、当時のデラウェア州の立法過程では、買収規制に反対する積極的な動きをとったのは連邦のアクターが中心であったが、bar associationなどの州内のアクターには支持されていなかった。このようなアクターの関係といわゆるポイン・ピルの効力が判例上、不安定であったという事情を背景に成立したのが、現在の一般会社法203条であった。

その後、1990年代の判例は比較的明確になり、203条の実際上の意義も薄れていった。しかし、裁判所が立法によってルールを覆されるのを嫌うことや、裁判に投下できるコストや利害の大きさから、立法をめぐるアクター間の関係と類似の関係が裁判所による法ルールの形成にもみられることになる。

以上のように経営者の強い影響力の下で法ルールが作られていたために、デラウェアでは取締役会が防衛をする権限を持っているという基本的なモデルが採用されたといえる。デラウェア州会社法の重要性から、一部の連邦のアクターが株主の利益を擁護する働きかけを行っていたため、他州と比べると比較的穏やかなルールが選択されたといえる（ただし、連邦レベルでの法ルール形成が経営者に厳しいものとなるとは限らない）。

これに対して、わが国では、会社法の改正などで強い影響力を持っているといわれることがあるものの、経済団体などの経営者の利害を反映するアクターは、それほど買収法制の形成に際して力を持っている（た）わけではない。一つの理由としては、買収法制が形成された時期の与党の政策選好があげられる。それだけでなく、わが国の買収をめぐる法ルールの形成手法も背後に控えている。すなわち、わが国の敵対的買収をめぐる法ルールの形成が複数のルートを経て漸進的に行われているという事情である。立法は前面に出ることなく、裁判所、官庁（特に経済産業省）、東証が法ルールを形成してきたが、いずれに対してもわが国の経営者が決定的な影響力を持つことはできなかった。他方で、イギリスのように株主・投資家も支配的な力を持つことはできなかった。

さらに、このように権限の異なる複数の法ルールの形成主体が相互にフィードバックを行いつつ、重層的に法ルールが形成されてきたといえる。この中では、複数の主体が支持する規範は何度も支持を受けて定着する一方で、ある主体が打ち出した規範のうち他の主体が支持できないものは-どの主体が修正するのかによって手法や程度は異なるが-修正

されていく。

#### ④わが国の買収法制の目指すべき方向性

以上の特徴を持つ、わが国の法ルールの形成手法を元にする、アメリカの一部の州法でみられたような極端な反買収規制が全ての会社に適用される一般的な法ルールとして採用される可能性は低い。そして、敵対的買収に関して生じる問題についても、複数の法ルールの形成主体があるため、個別に対応するルートは多い。

その一方で、基本的なモデルの選択はなかなか進まない。このため、まだ生じたことがない法的な問題の予測可能性が低くなる。また、複数の法ルールの間の調整がうまく行われない可能性もある。

わが国で懸念する必要があるのは、ロビイングがなされやすい場面を考えると、ロビイングによる利益が大きく、集合行為問題が深刻ではない、衰退局面にある規制産業において、個別の業法などを通じた買収規制が実現することであろう。敵対的なものも含めてM&Aが頻繁に行われるのは、経済構造の転換点であることを踏まえると、このような産業で買収が抑制されるのは、株主の利益を離れても望ましいこととはいえないであろう。

さらに、敵対的買収をめぐる法ルールに関しては、政治家が直接的な解決を図るのも望ましいとはいえない点が重要である。政治家（与党）が会社法をめぐる問題に関心を持つのは、サリエンスの高い、公衆の注目を浴びる問題が生じた場合だけである。サリエンスの高い問題には、政治家は官庁や利益集団の意向に反した政策形成-ここでは株主の利益を促進する政策-を行うインセンティブを有する可能性があることが指摘されているが、普段特に選好の方向が定まっていなかった問題に政治家がどのような選好を持つようになるのかは、政治状況（選挙の時期やほかに問題になっている政治的課題）や問題提起の方法（例えば、メディアのフレーミング）、そして多数の有権者の選好によって変わる。そのため、必ずしも株主の利益になるような政策が採用されるとは限らない。特に、有権者が一定のバイアスのかかった選好を有している可能性が高い、外資や新興企業が買収者になる場合には、上述のような特定の産業-それも買収を促進すべき分野-における買収を難しくする政策を支持する余地もある。

むしろ、個別の法ルールの形成主体では判断するのが難しい、基本的なモデルの選択のみを与党が行い-これは明示的に行う必要はなく、とるべきモデルに反したルールを作った場合には立法で覆すという姿勢をみせるだけでもよい-、具体的なルールの形成はそれらの主体に委ね、介入しないというのが一つの可能性と考えられる。

#### (2) 本研究の位置付け

敵対的買収については、外国法の研究も含めて盛んに議論が行われてきた。しかし、法ルールの形成過程に着目した議論はまだ少なく、あるとしても断片的に言及するものがほとんどであった。そのような中で、わが国の買収法制の形成過程の全体像を political science などの他の社会科学の分野の研究成果を応用した上で分析したのが本研究である。

また、外国法研究は盛んであるものの、従来の実定法学では、何らかの規範的な示唆を与えるために外国法を参照することが多く、差異とその理由が明らかにされることは意外と多くなかった（示唆を得るための研究でこれらの分析がなされることはあった）。これに対して、本研究では、規範的な示唆を得ることを目的とせず、他の国の法ルールとの記述的な比較を行ったものである。そして、その際に法ルールの形成という側面からの説明を重視することで、新たな比較法研究の手法を探ったものでもある。

#### (3) 本研究のインパクト

本研究のインパクトとしては、第一に、敵対的買収をめぐる法ルールは、どのようにして形成されるのかという点に注目することで、なぜ存在するのかをよりよく説明できることを示した点があげられる。ここから、この問題に関する外国法を研究する際に、その法ルールの内容や機能だけを見るだけでは、少なくとも比較研究としては十分ではなく、場合によってはナイーブで表面的なものとなる可能性があることが示唆される。

また、敵対的買収に限らず、法ルールの形成過程に着目した研究の重要性を示した点がより大きなインパクトといえる。実定法学の存在意義が問われる中で切り開かれた有力な一つの途は法の経済分析であり、これは社会科学的な手法を用いて法ルールの機能を分析するものといえる。本研究は、同様に社会科学的な手法を用いるものの、その対象が法ルールの内容よりも、それが作られる過程である点で異なっている。このように、実定法学に社会科学的な手法を取り込む中で、法の経済分析とは違うあり方（対立するわけではない）を示したものともいうことができる。

#### 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5件）

松中学「わが国における敵対的買収と防衛策に関する法ルールの形成について」私法 74号 226-232頁（2012）〔査読なし〕

松中学・中東正文「社外性の要件と決議の効力」金融・商事判例 1384号 2-7頁（2012）〔査読なし〕

松中学「不公正発行、官報による新株発行の

公告と新株発行の無効原因（東京高判平成 19 年 3 月 29 日金判 1266 号 16 頁）」旬刊商事法務 1954 号 117-122 頁（2012）〔査読なし〕  
Atsushi Tsuneki & Manabu Matsunaka,  
Labor Relations and Labor Law in Japan,  
Pacific Rim Law & Policy Journal, Vol.20,  
No.3, pp.529-561 (2011)

〔<https://digital.lib.washington.edu/dspace-law/bitstream/handle/1773.1/1027/20PacRimLPolyJ529.pdf?sequence=4>〕〔査読あり〕  
松中学 「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法学教室 362 号 36-39 頁(2010)  
〔査読なし〕

〔学会発表〕(計 2 件)

松中学 「わが国における敵対的買収と防衛策に関する法ルールの形成について」日本私法学会第 75 回大会（2011 年 10 月 9 日、神戸大学）

Manabu Matsunaka, Recent Developments in Japanese Listing Rules: Stock Exchanges as a Rule Maker of Corporate and Securities Law, Cambodian Society of Comparative Law 3rd Conference (3/5/2011, Royal University of Law and Economics)

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.law.nagoya-u.ac.jp/~m-matsunaka/index.html>

## 6. 研究組織

### (1)研究代表者

松中学 (MATSUNAKA Manabu)  
名古屋大学・大学院法学研究科・准教授  
研究者番号：20518039

(2)研究分担者：なし

(3)連携研究者：なし