

市場買集めの効率性

成蹊大学法学部 湯原心一

2023年7月28日

早稲田大学金商法研究会

目次

- ・ はじめに
- ・ 企業買収法制分析の基礎
- ・ 強圧性
- ・ 設例の検討
- ・ 規範的分析
- ・ 東京機械製作所事件の分析

はじめに

- ・ 市場買集め（market sweep）の効率性
- ・ 市場買集めとは
 - ・ 会社の支配権を得る方法の1つ
 - ・ 東京証券取引所の市場売買で株式を買い集めること

市場買集めの効率性

- ・ 市場買集めの効率性の問題
 - ・ 市場買集めが社会的に望ましいかの検討
 - ・ 特に、経済的な観点からの分析

会社の支配権を得る方法

- ・ 市場買集めは比較的珍しい方法
- ・ より一般的な方法としては
 - ・ 公開買付け (tender offer, takeover bid)
 - ・ 合併などの組織再編
 - ・ 支配株主からの株式の譲受けなど

市場買集めの特徴

- ・ 上場会社
- ・ 支配株主が従前存在しない
 - ・ 対象会社の同意なく実行可能
- ・ 東京証券取引所での取引が盛んでない場合、支配権を得るまで株式を買い続けることは難しい
 - ・ 珍しいが、買集めに成功した例がある

短期間の市場買集めで支配権を得る場合

- ・ 買収者が突然現れ、買収者が支配権を得てしまう可能性
 - 会社が敵対的買収防衛策などで対抗することは許されるか、望ましいか

支配権の移転は一般論として望ましいか（肯定説）

- ・ ある会社の価値が100億円であったとする
 - ・ 買収者が150億円で買収する場合、買収者は、会社の価値を150億円を超えると見積もっている
 - = 買収されるほうが、社会的にみて望ましいのではないか
 - = 会社の効率的な経営がなされるから

支配権の移転は一般論として望ましいか（否定説）

- ・ 会社や株主の同意なく、買収者の情報もないまま支配権が移転する
- ・ 株主や利害関係者の望まない経営が支配権移転後に行われる可能性

企業買収法制分析の基礎

企業買収の法制度

- ・ 企業買収の法制度の目的 (田中, 2022)
 - ・ 社会厚生 の 増加 (効率性)
 - ・ 経済的に有益でない買収は行われるべきではない
 - ・ 経済的に有益な買収は行われるべき

企業買収の法制度と効率性

- ・ 効率性の観点から (湯原, 2016)
 - ・ 望ましい企業買収を促進
 - ・ 望ましくない企業買収を阻害

市場買集めと法制度

- ・ 関連する法制度多数
 - ・ 公開買付規制
 - ・ 大量保有報告規制
 - ・ 相場操縦規制
 - ・ 会社法の利益相反規制
 - ・ 取締役の善管注意義務
 - ・ 取締役の報酬

- ・ 傲慢仮説 (hubris hypothesis) (Roll, 1986)
 - ・ 買収者による買収後の経営の見積もりが甘く、経営に失敗して、企業価値が減少し、ひいては、株主価値が減少する可能性
 - 本報告では措く

強圧性の種類 (Gilson and Kraakman, 1989)

- ・ 構造的強圧性 (structural coercion)
 - ・ 本報告の対象
- ・ 実質的強圧性 (substantive coercion)
 - ・ 情報の非対称性・市場の非効率性の検討が追加が必要

強圧性

東京機械製作所事件 1

- ・ 東京高決令和3年11月9日資料版商事法務453号98頁

東京機械製作所事件2

- ・ 「市場内取引における株式取得を通じて、株券等所有割合が3分の1を超える株式を短期間のうちに買収しており、このような買収行為は、一般株主からすると、投資判断に必要な情報と時間が十分に与えられず、買収者による経営支配権の取得によって会社の企業価値がき損される可能性があると考えれば、そのリスクを回避する行動をとりがちであり、それだけ一般株主に対する売却への動機付けないし売却へ向けた圧力（強圧性）を持つ」

東京機械製作所事件 3

- ・ 裁判所による強圧性の認定
 - ・ 肯定説＝多数説 (田中 (2022), 久保田 (2022), 太田 (2022), 山下 (2022), ミルハウプト・宍戸 (2022))
 - ・ 否定説 (黒沼, 2022)
 - ・ 懐疑的 (鈴木 (2021), 遠藤 (2022))

強圧性の種類（復習）

- ・ 構造的強圧性
- ・ 実質的強圧性

構造的強圧性

- ・ 二段階買収の文脈で、公開買付に応募しない株主が（応募した株主と）異なる取り扱いをされるリスクによって、株主が公開買付に応募する判断を歪ませること (Gilson and Kraakman, 1989)

構造的強圧性

具体例

- Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)
 - 一段階
 - 54 ドルの現金
 - 二段階
 - 額面 54 ドルのジャンク・ボンド (junk bonds)

市場買集めにおける強圧性1

- ・ 「サタデー・ナイト・スペシャル」 (Saturday Night Special) に類似

市場買集めにおける強圧性2

- ・ 問題点

- ① 株主に対して投資判断を歪めるという問題

- ・ 本来、公開買付に応募したくないにも拘らず応募してしまう

- ② その結果、社会的に望ましくない買収が成立してしまう可能性が高くなる

市場買集めにおける強圧性3

- ・ 株式の売付けをいつでも行うことができる
 - ・ 株価が下落しない限り、損害は観念しにくい

市場買集めにおける強圧性 4

- ・ 大量保有報告書の提出後に株価が暴騰する場合
 - ・ 強圧性はあっても影響が少ない
 - ・ 学説は、①株主に対して投資判断を歪める可能性を重視

「おそれ」の検討

- ・ 「おそれ」があるというだけで、強圧性が発生する見解
(田中, 2012)
 - ・ 「おそれ」で株価が下落する場合
 - ・ 何らかの対応策が必要
 - ・ 実際に発生する例が少ない
 - ・ 「おそれ」があって株価が上昇する場合
 - ・ 買収防衛策が必要か疑問

設例の検討

強圧性を肯定する「設例」(田中, 2012) 1

- ・ 前提

- ・ ある上場会社（買収対象会社）の現在の企業価値が9,000万円である。
- ・ 負債は存在しない。
- ・ 対象会社の発行済株式総数は、100万株である。
 - ・ 買収者が対象会社の株式の50%（50万株）を取得すれば支配権を得られる。

強圧性を肯定する「設例」(田中, 2012) 2

- ・ 買収前の1株当たりの価格は90円である。
- ・ 買収者に買収される場合、対象会社の企業価値が5,000万円(1株50円)に低下する。
- ・ 取引所市場で1株100円で買い注文を出し続けて、50万株を取得できる。
 - ・ 1株100円は、買収が実現しない場合の90円及び買収が成功する場合の50円の両方より高い金額であるから、株主は市場で売り注文を出す。

強圧性を肯定する「設例」(田中, 2012) 2

- ・ 買収者は、買収後、3,000万円の私的利益を得る。
- ・ 以上の前提は、買収者と対象株主の間で共有知識になっている。

設例の結果

- ・ 買収後の企業価値と私的利益の合計が 8,000 万円
 - ・ 買収前の企業価値が 9,000 万円であるから非効率的な買収
- ・ 買収後の株価が 1 株 50 円であるため、1 株 100 円での買収は、損失となるが、私的利益 3,000 万円があるため、合計すると買収者に有利である。
 - ・ $30,000,000 - (100 - 50) \times 500,000 = 5,000,000$

規範的分析

「設例」をモデル化1

- q : 会社の発行済み株式総数
- $S_s > 0$ 及び $S_b > 0$: 買収前の株主と買収後の買収者の支配にかかる株式の価値
 - S_s 及び S_b : 株価に発行済株式総数 q を乗じた積。
 - 株価 : S_s/q や S_b/q

「設例」をモデル化2

- ・ 上場会社を前提
 - ・ 買収前に株主は、平等に1株当たりの株式価値（買収前の株価）を享受
 - ・ 買収後の支配者の支配にあっても、少数株主は、買収者と同様の1株当たりの価値（買収後の株価）を享受

「設例」をモデル化3

- $C_b \geq 0$: 買収者に対して支配から生じる私的利益
 - 買収前には、支配者が存在しない
 - 買収前の支配者の私的利益は観念しない
- W_b 及び W_s : 会社の社会的価値
 - $W = S + C$

「設例」をモデル化4

- ・ 厚生 of 最大化の観点から、 $W_b > W_s$ である場合にのみ会社の支配権が移転することが望ましい。
- ・ π : 支配者が有する株式の割合
 - ・ $0 < \pi < 1$

「設例」をモデル化5

- $P > \pi S_s$: 買収者が支配株式を得るために費やした費用
 - $\alpha = P - \pi S_s$: 支配株式を得るために費やしたプレミアム
 - $\alpha > 0$

社会的に望ましい買収が生じる条件

$$W_b > W_s \quad (1)$$

$$S_b + C_b > S_s \quad (2)$$

$$C_b > S_s - S_b \quad (3)$$

買収者が買収を実行する条件1

$$P < \pi S_b + C_b \quad (4)$$

- ・ 買収者が支払うプレミアムは、 $P - \pi S_s$

$$P - \pi S_s < \pi S_b - \pi S_s + C_b \quad (5)$$

社会的に望ましくない買収を買収者が実行する条件

- ・ 社会的に望ましくない買収が生じる条件

$$W_b < W_s \quad (6)$$

$$S_b + C_b < S_s \quad (7)$$

$$C_b < S_s - S_b \quad (8)$$

社会的に望ましくない買収を買収者が実行する条件2

- ・ 買収者が買収を実行する条件（式4）より

$$P < \pi S_b + C_b \quad (9)$$

$$P - \pi S_b < C_b \quad (10)$$

社会的に望ましくない買収を買収者が実行する条件3

- ・ 式8と式10から、社会的に望ましくない買収を買収者が実行する条件として、

$$P - \pi S_b < C_b < S_s - S_b \quad (11)$$

→ C_b の条件が限定的

東京機械製作所事件の分析

事案の概要 1

- ・ ADC 社が東京機械製作所の株式を市場で買集め
- ・ 2021年6月8日 734円
- ・ 2021年9月10日 3,335円
 - ・ ADCの保有比率は39.94%

事案の概要 2

- ・ 2021年8月6日 取締役会決議で買収防衛策導入
- ・ ADCは、裁判所に差止め仮処分を申し立て
 - ・ 2021年10月29日 東京地裁 却下
 - ・ 2021年11月9日 東京高裁 抗告棄却
 - ・ 2021年11月18日 最高裁 抗告棄却

モデルへの当てはめ1

- ・ 発行済株式総数 q : 8,728,920 株
- ・ 買収前の株主の価値 S_s : 約 64 億円
(8,728,920 × 734 = 6,407,027,280 円)
 - ・ 2021年6月8日の終値である 734 円に発行済株式総数を乗じた積

モデルへの当てはめ2

- ・ 買収者が支配株式を得るために費やした費用 P : 約 48 億円
(4,766,691,670 円)
 - ・ 1株あたりに換算すると約 1,367 円
- ・ 取得株式数 : 3,485,900 株
 - ・ 買収者 (ADC) が取得した株式の割合 π : 約 0.3994

私的利益を仮定する場合

買収者が買収を実行する条件1

- ・ 私的利益1億円

$$P < \pi S_b + C_b \quad (12)$$

$$4,766,691,670 < 0.3994 \times S_b + 100,000,000 \quad (13)$$

$$11,684,255,558.3 < S_b \quad (14)$$

$$1338.56829462 < S_b/q \quad (15)$$

私的利益を仮定する場合

買収者が買収を実行する条件2

- ・ 私的利益 10 億円

64

$$P < \pi S_b + C_b \quad (16)$$

$$4,766,691,670 < 0.3994 \times S_b + 1,000,000,000 \quad (17)$$

$$9,430,875,488.23 < S_b \quad (18)$$

$$1080.41722094 < S_b/q \quad (19)$$

私的利益を仮定する場合

社会的に望ましい買収が生じる条件1

- ・ 私的利益1億円

$$S_b + C_b > S_s \quad (20)$$

$$S_b + 100,000,000 > 6,407,027,280 \quad (21)$$

$$S_b > 6,307,027,280 \quad (22)$$

$$S_b/q > 722.543829019 \quad (23)$$

私的利益を仮定する場合

社会的に望ましい買収が生じる条件2

- ・ 私的利益 10 億円

$$S_b + C_b > S_s \quad (24)$$

$$S_b + 1,000,000,000 > 6,407,027,280 \quad (25)$$

$$S_b > 5,407,027,280 \quad (26)$$

$$S_b/q > 619.438290189 \quad (27)$$

検討1

- ・ C_b を仮に与えたもの
 - ・ 数字自体には意味はない

検討2

- ・ 含意
 - ・ 私的利益が増加すると
 - ① 買収者が買収を実行する条件は緩くなり、また、
 - ② 社会的に望ましい買収が生じる条件も緩くなる

検討3

- ・ 買収者が買収を実行する条件と社会的に望ましい買収が生じる条件を比較すると、買収者が買収を実行する条件のほうが、社会的に望ましい買収が生じる条件よりも厳しい（範囲が狭い）

検討 4

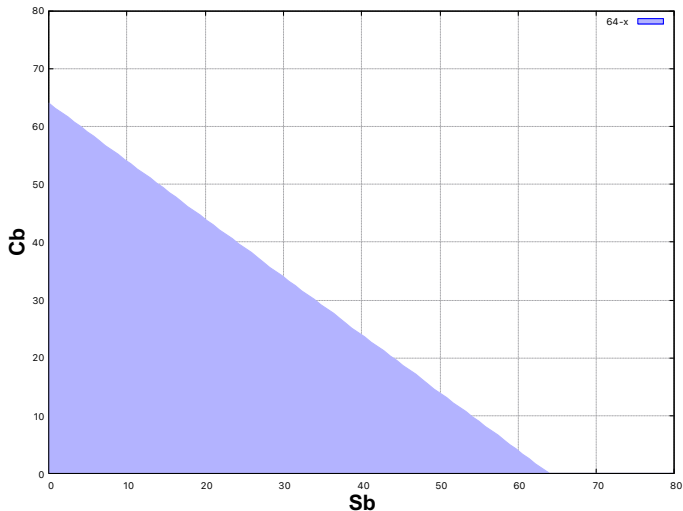
- ・ 社会的に望ましくない買収が生じる場合には、なぜ、買収者が損失を被るような買収を実行しようとするのか疑問

補足

望ましくない買収の条件

$$C_b < S_s - S_b$$

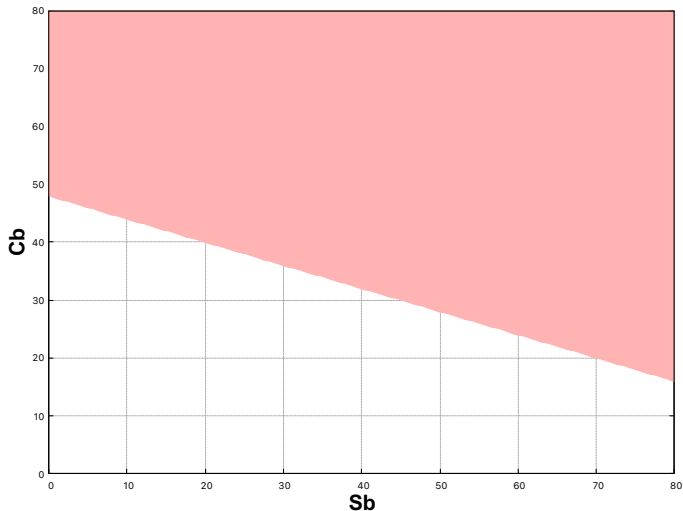
$$C_b < 64 - S_b$$



買収者が買収を実行する条件

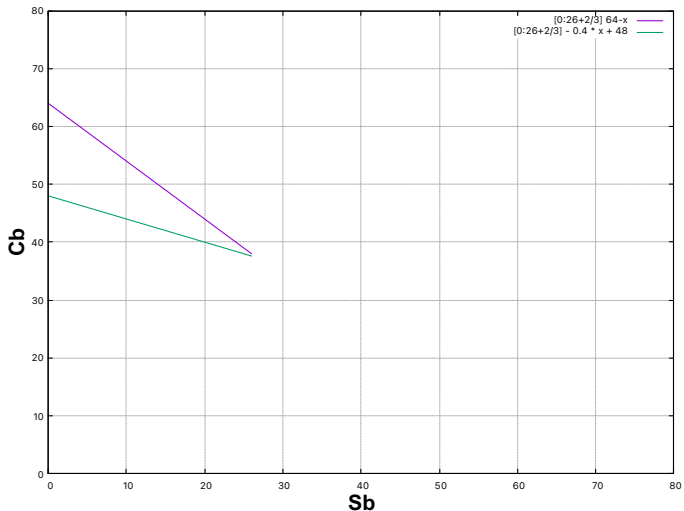
$$P < \pi S_b + C_b$$

$$48 < 0.4S_b + C_b$$



望ましくない買収を買収者が実行する条件

$$P - \pi S_b < C_b < S_s - S_b$$
$$48 - 0.4S_b < C_b < 64 - S_b$$



非効率的な買収が「相当限定的」か

- ・ 望ましくない買収を買収者が実行する条件が「相当限定的」か
 - ・ 東京機械では、この範囲に該当する事件であったとの指摘

私的利益を得る方法の列挙

- ・ 少なくとも約37億円の私的利益 (C_b) が存在することが前提
 - ・ 約37億円の私的利益をどのように得るのか
 - ・ 業務上のシナジー
 - ・ 株主からの利益移転
 - ・ 債権者からの利益移転

業務上のシナジー

- ・ 業務上のシナジー
 - ・ 買収者がファンドであるため、業務上のシナジーの可能性は低い

利益移転の可能性

- ・ 利益移転の可能性はある
 - ・ 株主からの利益移転
 - ・ 厚生の合計は、変化なし
 - ・ 株価を下げるため、 C_b を増やすためにより多額の利益移転が必要

債権者からの利益移転

- ・ 債権者からの利益移転
 - ・ 本論文の検討対象外
- ・ モデル化するなら
 - ・ $W = S + C + D$
 - ・ D : 債権者の厚生を追加

株主と債権者からの利益移転

- ・ 株主と債権者の両方からの利益移転
 - ・ 本論文の検討対象外
- ・ 現実にはこれが一番ありえそう

参考文献

参考文献 i

Gilson, Ronald J. and Reinier Kraakman (1989) “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?” *Bus. Law.*, Vol. 44, pp. 247–274.

Roll, Richard (1986) “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers,” *J. Bus.*, Vol. 59, pp. 197–216.

鈴木一功 (2021) 「TOB と市場買付けの『強圧性』に関する考察」, 『MARR』, 第 327 号, 29–35 頁.

遠藤元一 (2022) 「東京機械製作所事件の法的検討 (下)」, 『週刊経営財務』, 第 3553 号, 24–35 頁.

太田洋 (2022) 「東京機械製作所事件をめぐる一連の司法判断の概要と射程〔下〕」, 『商事法務』, 第 2284 号, 15–25 頁.

久保田安彦 (2022) 「敵対的買収防衛策をめぐる近時の裁判例の動向 (下)」, 『法学教室』, 第 501 号, 56–61 頁.

黒沼悦郎 (2022) 「市場買付けは買収防衛策を正当化するか：東京機械製作所事件を題材に」, 『Law and Practice』, 第 16 号, 49–66 頁.

田中亘 (2022) 「防衛策と買収法制の将来〔上〕—東京機械製作所事件の法的検討—」, 『商事法務』, 第 2286 号, 4–16 頁.

参考文献 ii

—— (2012)『企業買収と防衛策』, 商事法務.

ミルハウプトカーティス・宍戸善一 (2022)「東京機械製作所事件が提起した問題と新 J-Pill の提案」, 『商事』, 第 2298 号, 4-20 頁.

山下徹哉 (2022)「市場内取引による支配権取得・株主意思確認・MoM 要件：東京機械製作所事件」, 『ジュリスト』, 第 1572 号, 94-99 頁.

湯原心一 (2016)「組織再編法制の分析」, 『早稲田大学高等研究所紀要』, 第 8 号, 107 頁.