

# 「MBO に対する規律の構造—— 価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」

和久野 藍

## 1. はじめに——締出し規制の現状

本稿においては、わが国における MBO 取引に対する規律のあり方について論じる。

平成 17 年改正により、株式買取請求における「公正な価格」とは、旧商法下での「ナカリセバ価格」に「シナジー」を加えた、いわゆるシナジー適正分配価格であるとされた。この点、締出しにおいて使われる全部取得条項株式の取得価格も、同様の「公正な価格」とされ、非上場化 MBO において強制的に持株を取得される少数株主は、当該 MBO によって生じる企業価値増大分の価値からの分配を受けられることとなる。そして現状、締出しに対する規律は、ほぼ全面的に価格決定制度<sup>(1)</sup>により担われている。

近時、締出し取引の公正さにつき、取締役の善管注意義務違反を問う形で争われた事件が登場したが、それにより明らかになったのは、少なくとも裁判所の見解に従うかぎり、価格決定制度による保護と取締役の責任制度による保護のレベルにかなりの差があることであった<sup>(2)</sup>。

以降、企業買収の場面における取締役の責任について議論が活発化してき

---

(1) 本稿においては、反対株主の株式買取請求権制度、全部取得条項付種類株式の価格決定申立制度を総称し、「価格決定制度」と呼ぶ。

(2) 戸嶋浩二・林宏和「支配株主による M&A における取締役の義務と責任」ジュリスト 1452 号 (2013) 36 頁～37 頁参照。

93— 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野) ているようである。そしてその中には、現行の価格決定制度に全面的に依存する規律を見直し、取締役の責任制度が担うべき役割を再考すべきとの提案も<sup>(3)</sup>含まれている。また、昨今の会社法改正に向けた議論の中で、締出しの規律に係る新たな制度の設立が予定されているところである。

以上から、締出し取引をどの制度によって規律するか、その役割分担はいかにあるべきかという議論が今以上に進展するであろう。しかし、制度ごとに救済の形式、実質ともに違うため、制度が乱立するばかりで実効的な規律とならないおそれもある。

本稿では、締出し取引の特性や、各制度における従来からの議論を参考に、締出しの規律における構造を検討する。

## II. MBO の規律に用いられる制度の基本構造

近年、前述のように締出し取引に対する規律として取締役の責任制度で対処すべきと主張する見解が出てきており、あるいはそこまで踏み込んだ見解ではなくとも、価格決定制度における問題点はよく指摘されるところである。ただ、いずれの制度で規律するにしても（あるいは両方の制度による規律を併存させるにしても）、両制度の基本的な特徴を検討しなくてはならない。

---

(3) 北川徹「現金対価による少数株主の締出し（キャッシュ・アウト）をめぐる諸問題」商事法務 1948 号（2011）4 頁～は、日本法は株式買取請求制度や価格決定申立制度に過度の期待をしているとし、取締役の利益相反行為に対する監視機能については取締役の違法行為差止請求制度に委ね、株式買取請求制度は価格の適正性だけに機能を集約すべきと主張する。また、米国デラウェア州における取締役の責任制度を参考に、買収者に対して事前に公正な取引を構築するインセンティブを与えることを通じて、少数株主の救済を図るべきとの方向性を示す。また、飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素（1）～（5）・完」法学協会雑誌 129 卷 3 号～7 号も、現行の価格決定制度による規律の欠陥につき緻密な論証をした上で、取締役の責任制度による規律の利点を指摘する。

よって、以下ではまず制度の構造について概観する。

## (1) 価格決定制度

日本における MBO は、公開買付けと全部取得条項付株式の取得 (171 条) を組み合わせて行う、いわゆる二段階買収<sup>(4)</sup>と呼ばれるケースが一般的である。締め出される株主は、全部取得条項付株式の取得価格に対して不満がある場合、裁判所に取得価格の決定を申立てることができる (172 条)。ここで決定される取得価格は、組織再編の反対株主の株式買取請求における場合と同様、「公正な価格」であると解される<sup>(5)</sup> (よって本稿では、172 条により決定される取得価格についても「公正な価格」と表記することがある)。

### ① 価格決定制度の利点

(a) 取引・価格が公正かどうかを、個別事案の事実関係にてらして実質的に判断できること。

後述 (Ⅲ - (1)) のとおり、近時の「公正な価格」の決定においては、裁判所が「公正な価格」を真正面から算定する (つまり、種々の経済的手法を用いたり、市場価格を参照して決定する) のではなく、まずは締出し取引の手続き面での公正性を審査し、公正と認めた場合には当事者間の決定した価格を尊重するという傾向が強まっている。当該審査においては、取引における買収者や取締役の行為や手続き内容 (主に利益相反回避措置) が「単に法令違反かどうか」にとどまらず、「締出し取引全体との関連でみて取引条件を歪めるか」との観点から審査できる<sup>(6)</sup>。実際、このような実質的な判断

---

(4) その詳しい手法につき、伊藤靖史=大杉謙一=田中亘=松井秀征『会社法』(有斐閣、2009) 367 頁 [田中亘] 参照。

(5) 伊藤=大杉=田中=松井・前掲 (注 4) 379 頁 [田中亘]。判例においては、初の MBO 価格決定事件であるレックス・ホールディングス事件地裁決定 (東京地決平成 19 年 12 月 19 日判例時報 2001 号 109 号) がこの点に言及して以来、この規範が維持されている。

91- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)  
をしている判例は、MBO 事案の高裁レベルの決定によく見られる<sup>(7)</sup>。

(b) 非訟事件であるため、証拠の取扱いにつき裁判所が柔軟に判断できること

たとえば、価格の公正性についての証拠は会社に偏在していることが多いが、会社がそれを開示しない場合、裁判所は裁量により原告株主に有利な決定を行うことができる<sup>(8)</sup>。

## ②価格決定制度の欠点

(a) 「公正な価格」の算定が困難であること。

詳細は後述する(Ⅲ- (1))が、裁判上、「公正な価格」の算定を行うことは容易ではなく、具体的にどのような手法により算定すべきかにつき、いまだに理論的決着をみていない。

(b) 事実上、ごく一部の株主に対する事後的救済にとどまること。

---

(6) ある行為が取引条件の形成を歪める(多くの場合、過小な価格での締出し取引を成立させる)かどうかは、当該行為の違法性の有無とは必ずしも一致しない。この点は特に情報開示につき問題となる。法令に基づく情報開示であっても、それが価格を歪める可能性は考えられるからである。

(7) このような判断、特に利益相反回避措置の実効性を実質的に審査することに対しては、買収者サイドから見て「予見可能性を低下させ、買収を委縮させる」との反論も可能であり、純粹に長所とは言い切れないかもしれない。しかし、形ばかりで実効性のない利益相反回避措置をとることにより、低廉な価格での買収が認められるという規範は望ましくない。何故なら、仮に実効性の全くない利益相反回避措置であっても、その導入には費用を要し、買収におけるコストとなる(そして当該コストを、買収者と対象会社株主で分担することになる)。この場合、極論をいえば、当該利益相反回避措置を導入しない方がむしろ効率的ですらある。このように、形式的な利益相反回避措置が買収者の私的利益追及のための手段としてのみ使われると、経済的にも非効率となりうる可能性にも留意すべきと思われる。

(8) 伊藤=大杉=田中=松井・前掲(注4)379頁[田中亘]。実際にこのような裁量権行使を行ったものとして、レックス価格決定申立事件高裁決定(東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁)があげられている。

二段階買収スキームに関していえば、172 条の価格決定申立てを利用できるのは、実際に自らの持株を強制取得された者のみである。よって、締出し第一段階である公開買付けの時点で持株を売却した株主は、仮に当該買付価格に不満があったとしても、価格決定申立てによる救済は受けられない<sup>(9)</sup>。その後の残存株主<sup>(10)</sup>のみを対象とした制度であるとすれば<sup>(11)</sup>、救済範囲が狭いといわざるをえない。

(c) 買収者や、対象会社取締役へのサンクションとして機能しにくい

上記の救済範囲の狭さは、買収者、対象会社取締役に公正な取引を行わせるための事前の動機づけとしての観点からも問題となる。裁判所により「公正な価格」が決定されると、締出しを行った会社は当初支払った公開買付価格と「公正な価格」との差額を負担することになる。当該負担は、公正な取引を行わなかった会社・買収者に対してのサンクションとして機能し、会社に公正な取引を行わせる動機づけともなる。しかし、上記のとおり価格決定

---

(9) そのため、レックス損害賠償請求事件においては、価格決定制度を利用できなかった株主が、取締役の善管注意義務違反にもとづく損害賠償の形で補償を受けようとした。現状の判例理論のもとでは、取締役の責任を追及する株主が勝訴する可能性は低いと思われるが、価格決定制度が利用できないとなると、他の実効性の低い制度を利用するほかない状況である。

(10) 判例等を見る限り、締出し取引の第一段階としての公開買付けに対し、おおむね対象株主の 90 % 前後が応募している。よって、残り約 10 % の株主が価格決定制度を利用可能である。

(11) この問題は、もともと全部取得条項付株式が二段階買収の手法で用いられることを想定していなかったためといえよう。当該スキームにおいては、不当な価格で持株を手放さざるをえない可能性が第一段階・第二段階のいずれのステージにおいても存在するにも関わらず、実効性のある救済手段は第二段階目の強制取得に対してしか用意されていないのである。田中亘「MBO における「公正な価格」」金融・商事判例 1282 号 (2008) P21 は、二段階買収における第二段階の取引が終わった後に救済を求めても、株主にとっては「後の祭り」であるとし、第一段階の公開買付け自体を差止める立法を提案している。

89- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)  
申立てを行う株主が少ないため、サンクションとして機能するほどの負担であるかは疑問である。しかも、当該負担は(買収者自身でも、対象会社の取締役でもなく)会社が支出するものであるため、買収者や取締役に対する規律として十分に機能するかという疑問もありうる<sup>(12)</sup>。

## (2) 取締役の責任

会社法上、取締役には善管注意義務(330条)忠実義務(355条)が課せられており、これらに違反すれば損害賠償責任を負う<sup>(13)</sup>。また、これら義務違反の行為がなされる前に、株主がこれの差止めを求める権利(以下、「差止請求権」)が認められている(360条・422条)。これらのうち、締出しにおいて適用の可能性がありそうなのは、第三者に対する損害賠償責任(以下、「対第三者責任」、429条)および差止請求権であるため、以下ではこの両者を紹介する。

### ① 対第三者責任

取締役等の役員が<sup>(14)</sup>その職務を行うにつき悪意または重過失が認められ、第三者<sup>(15)</sup>に損害を及ぼせば、当該役員は賠償責任を負う(429条1項)。取締

---

(12) こうした議論への反論として、戸嶋=松井・前掲(注2)40頁は、裁判所が事後的に高い公正価格を認定するのを避けるために、取締役は求められる水準の利益相反措置を講じているとする。しかし一方で、井上「TOB(公開買付け)と少数株主利益」商事法務1874号34頁~によれば、大半の締出し取引において、公開買付価格を下回る価格で締出しが行われており(つまり強圧性を有する可能性がある)、これらは公正な取引とは考えにくい。このような事実からは、取締役が裁判所による価格決定をさほど忌避しているようには思われず、サンクションとして十分かは疑問である。

(13) いわゆる任務懈怠責任(423条)である。また、損害が会社以外の第三者に生じた場合、その者に対しても責任を負う(429条)。もっとも、これらは条文上「役員等」の責任であり、取締役のみが義務の主体となるわけではない。

(14) 条文上「役員等」の責任であり、取締役のみが義務の主体となるわけではない。が、本稿においては主に取締役について問題となるため、以下では便宜的に「取締役の」責任と表記する。なお、他の条文に関しても同様の取扱いをすることがある。

役がその任務に違反した場合、本来は会社に対して賠償責任を負うにすぎないが、その結果として株主や債権者などの第三者が損害を受ける場合を想定し、取締役が第三者に対する特別の法定責任を認めたものとされる<sup>(16)</sup>。つまり、取締役が会社に対して賠償した結果、反射的・間接的に株主の損害が填補されるのではなく、直接に株主自身の損害を填補させられる点に特徴がある。

この制度を締出しの規律として用いる場合、まず株主が当該「第三者」に該当するかが問題となる。この帰結は、当該株主に生じた損害の態様（直接損害か間接損害か）によって決まるとされ、株主が「第三者」に該当するのは、問題となる損害が「直接損害」である場合に限られるとする見解が通説である<sup>(17)</sup>。この見解からは、少数派株主が取締役の利益相反行為によって過小な締出し対価を交付された場合において責任を問える可能性がある。

他方で、本条における損害の原因となった取締役の任務懈怠が誰に対するものなのかという別の問題がある。すなわち、同条は、取締役が任務を懈怠し第三者に損害を被らせた場合に当該第三者に対する損害を賠償させるものであるが、当該「任務懈怠」——すなわち注意義務・忠実義務違反が誰に対

(15) 「第三者」とは、問題となる役員等と会社以外の者を指し、株主もこれに含まれるとするのが通説である（伊藤＝大杉＝田中＝松井・前掲（注4）229頁～232頁〔伊藤靖史〕参照）。

(16) 神田秀樹『会社法（第11版）』（弘文堂、2009）234頁～235頁。

(17) 対第三者責任を問いうる損害は、大きく「直接損害」と「間接損害」に分かれるが、株主が「第三者」として責任を追及できるのは直接損害の場合に限られるとされる。直接損害とは、任務懈怠行為によって第三者が直接に損害を被ることである。一方、間接損害とは、任務懈怠行為によって会社が損害をこうむり、その結果として第三者も損害を被る場合である。具体的状況としては、任務懈怠行為により会社の財産が減少し、株価が下落して株主が損害を被るというケースが想定される。このような間接損害の場合、株主は429条1項「第三者」に含まれず、よって当該責任を追及できないとするのが通説である（伊藤＝大杉＝田中＝松井・前掲（注4）214頁～215頁〔伊藤靖史〕参照）。

87- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野) として向けられたものであるべきかによって責任追及の可否が異なる。仮に、取締役の義務は株主に向けられたものではないと解するのであれば、株主に対する過小な対価の問題は任務懈怠につながらないといえるから、損害の態様に関わらず、対第三者責任にもとづく責任追及は不可能であるように思われる(当該論点につき、詳しくはⅢ-2で解説)。

また、会社代表者等の職務執行による第三者への損害については、会社も第三者に対して損害賠償責任を負うため、この点も問題となりうる。

## ②差止請求権

取締役が会社の目的の範囲外の行為その他法令・定款違反の行為により、会社に回復不可能な損害を生じさせるおそれがある場合、当該行為をやめるよう請求できる<sup>(18)</sup>。ここでいう「法令違反」に善管注意義務・忠実義務違反が含まれることは、判例・学説ともにほぼ争いがない<sup>(19)</sup>。しかし、当該義務の対象が会社か株主かという問題は、対第三者責任と同様に存在する。さらに、条文上、損害が「会社に」発生しなければならないと明記されており、この点をどう解するかという問題もある(これについてもⅢ-2で述べる)。

## 取締役の責任制度の利点

(a) 差止めによる事前解決が可能である。差止請求の審理においては裁判所による取引価格の算定の困難を回避することができ、特に、問題のある取引を未然かつ直接抑制しうる点は、価格決定制度にはない利点であると思われる。

(b) 締出し一段階目の TOB で退出した株主であっても、事後に損害賠償

---

(18) 裁判外でも請求可能である。また、仮処分の申立ても可能である(民事保全法 23 条)。

(19) 太田洋・安井桂大「組織再編等の差止請求制度とその論点」商事法務 1988 号 (2013) 16 頁～17 頁。



請求をなすことが可能である (価格決定では不可能)。

### 取締役の責任制度の欠点

(a) 差止請求は、明文上の行使要件として 6 か月以上の株式継続保有が要求されるため、株式を購入して間もない株主は利用できない。これは、差止請求が株主の監督是正権の一つとして位置付けられているという一般論としては妥当<sup>(20)</sup>であるが、こと締出し局面に限ってみると違和感もある。

(b) 差止めの審理は短期間で行わざるをえないので、価格の不公正にまで踏み込んで審理することは通常難しい<sup>(21)</sup>と考えられる。ただ、明らかに価格が不当と判断できる事情がある場合はどうすべきか。この場合、価格の明白な不当性を推測させる事情は、同時に取引の不公正をも推測させる可能性が高い<sup>(22)</sup>から、その場合、当該事情を取引の公正に関する審査の考慮要素として組み込むことで、差止めの審理において検討することも考えられよう (あくまで差止めなので、価格算定まで行う必要はない)。

(c) 損害賠償 (第三者責任) の場合における、被告取締役の資力の問題

350 条によれば、代表取締役その他の会社代表者が職務を行うについて第三者に損害を与えた場合、会社も損害賠償責任を負う。つまり、この規定は代表者でない取締役の行為による損害については適用されないと解される<sup>(23)</sup>。

(20) 伊藤=大杉=田中=松井・前掲 (注 4) 67 頁～68 頁 [田中亘] によると、監督是正権が株主となって間もない者に認められないのは、例えば会社に対する嫌がらせ目的の者が株式を取得し、監督是正権を濫用的に行使する事態を想定しているためとされる。

(21) 北川・前掲注 (3) 8 頁。たしかに、差止請求の審理により取引が長期間停止してしまうとすると、差止請求を提起すること自体が当該取引の成否を決定してしまう危険があろう。

(22) つまり、取引の公正を確保する措置が機能していれば、不適切な価格が取引過程で「発見」され、取引の不公正を示唆する事実として表われる可能性が高い。

(23) 高橋均「会社の対第三者責任 (会社法 350 条関係)」法学教室 384 号 (2012) 16 頁～17 頁。

しかし今後、締出しにおいては代表者以外のいわゆる平取締役の責任が問題となるケースが増えてくるのではないと思われる<sup>(24)</sup>。

(d) 立証責任をどうするか。非訟事件である価格決定事件のように、裁判所の裁量により一方当事者を立証上有利に扱うことは不可能であるが、これに代わる立証責任分担のあり方を考える必要がある。この点、取引の態様に応じて立証責任を転換させる見解が出されている<sup>(25)</sup>。

(e) いずれも「会社に対する」義務違反が対象となるとの解釈が条文上は自然であるが、そのように解すると締出し局面における規律として機能しない可能性がある(Ⅲ-2で詳述)。

(f) あくまで「取締役の」責任なので、買収者の不適切な行為を規律することが難しいという問題がある。この点、取締役の義務内容の解釈次第では間接的に規律できる可能性もあるが、これもⅢ-2で詳述する。

### Ⅲ. MBO 局面を前提とした議論

以上の基本的な制度構造を踏まえた上で、MBO 取引の規律を念頭において解釈上の問題を以下で論じる。

#### 1. 価格決定制度による規律

##### (1) 判例・学説

全部取得条項付株式の取得価格決定申立てにより価格の公正性を争う場

---

(24) MBO に関する公表判例の事案をみる限り、代表取締役が買収者となっているケースが一般的であるが、この場合、代表取締役は(例外的に売り手側としての性格が強い場合をのぞいて)買収者側の立場であり、これと相対する立場で当該代表取締役以外の取締役等が交渉を行うことになろう。本稿Ⅲ章において後述するように、この取締役に一定の交渉義務を課すとすれば、これに違反した場合は責任を問われることとなるが、その資力が十分なものであるかは問題である。

(25) 飯田秀総「MBO を行う取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト 1437 号(2012) 99 頁は、立証のあり方につき具体的な方法論を提示している。

合、裁判所が決定する取得価格とは前述のとおり「公正な価格」であるとされる。判例は、通常の組織再編における「公正な価格」概念を参考に、全部取得条項付株式における「公正な価格」とは「① MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値」に「② MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」を合算したものであるとしている<sup>(26)</sup>。

この概念は、通常の組織再編における反対株主の株式買取請求における「公正な価格」を MBO に即して言い換えたものともいえよう<sup>(27)</sup>。さらに、「公正な価格」は「株式の客観的価値」（以下、「客観的価値」）に「今後の株価上昇に対する期待を評価した価値」（以下、「期待価値」）を加えたものと表現されることもあり、前者の客観的価値は上記①の価値に、後者の期待価値は上記②の価値に相当するものとみられているようである。これ以外にも判例は多様な表現を用いており、用語の統一が困難であるため、学説サイドはこれらを包括して「公正な価格＝ナカリセバ価格＋シナジー」という定式により理解しているものと思われる。その上で、代表的には以下の論点が存在する。

### ① 「公正な価格」の内容についての議論

「公正な価格」の概念は、平成 17 年改正により、組織再編行為により生ずるシナジーの公正な分配を保障するものとされた<sup>(28)</sup>。そこからシナジーの

---

(26) レックス・ホールディングス事件最高裁決定（最決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁）。下級審も同様の見解に立つ。

(27) レックス最高裁田原補足意見は、全部取得条項付株式の取得価格の内容につき、「株式買取請求権の場合と同様、公正な価格を意味するものと解するべき」としながら、「公正な価格を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権の場合と一致するとは限らない」と示した。

(28) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号（2009）4 頁。

83— 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)  
分配のあり方についての論点が生じるが、この点は MBO についても同様である<sup>(29)</sup>。すなわち、当該部分を買収者と株主との間で分配する際の比率がいかにあるべきかという議論である。以下にその議論の一部を紹介する。

(a) i 説

通常、二段階買収で行われる MBO の、一段階目における公開買付けにおける買付価格が「公正な価格」の下限となるべきという視点から、副次的に企業価値増加分の分配比率を画す考え方である<sup>(30)</sup>。公開買付において、通常は市場価格にある程度のプレミアムが付される。当該プレミアムは、買収者が買収後に見込んでいた企業価値増加分のうちの一部を、諸事情を考慮した上分配しているといえるものであり、つまりはここでの分配比率が、取得価格決定においても株主に対して最低限保証されるわけである。

(b) ii 説

上記に対し、より直接に分配比率を議論したものとして、取引直前の時点で買収者と少数株主が有する持ち分比率に応じて分配すべき<sup>(31)</sup>との見解がある。

(c) iii 説

基本的に「1対1」の比率で分配すべきとの見解である<sup>(32)</sup>。当該見解は、上記の ii 説は基本的に MBO においては適用しにくい<sup>(33)</sup>と批判する。その上で、買収における売り手と買い手の交渉力に着目し、交渉理論にもとづき 1対1での分配が公平とみるものである。

---

(29) この点、MBO においては組織再編におけるようなシナジー、すなわち提携による相乗効果というものが観念しにくいので、以下では「企業価値増加分」と表現する。

(30) この見解は、MBO の一段階目の公開買付けが有する強圧性の問題を解消することを目的として主張されている。よって、企業価値増加分のあるべき分配比率につき直接述べたものではないのであるが、間接的に当該分配比率に影響を及ぼす議論ではある。

(31) 池永朝昭＝小館浩樹＝十市崇「MBO. (マネージメント・バイアウト). における株主権」金融・商事判例 1282 号 (2008) 10 頁～11 頁。

(d) iv 説

以上の i ~ iii とはやや異なる観点からの見解として、「MBO を行わなければ実現できない価値」の構成要素を分析し、各要素ごとに誰に分配されるべきかを考える見解がある。当該見解は、MBO 指針における概念整理を参考に、「MBO を行わなければ実現できない価値」と「MBO を行わなくても実現可能な価値」を観念し、後者は株主に分配するが、前者についてはのうち「少数株主を排除することによるコスト」のみ株主に配分し、残余部分は全て買収者に配分するとの考え方である<sup>(34)</sup>。この見解は、このような分配を行った結果の「公正な価格」が公開買付価格を下回ってもよいとする点で、上記 i 説の見解とは対立する。

(e) v 説

上記 iv 説と対立するものとして、上記のような区分をせずに、「MBO の実施によって増大が期待される価値のうち、シナジーとシナジー以外の価値を別異に解することなく、ともに株主に公正な分配を保障する必要がある」との見解がある<sup>(35)</sup>。

## ② 「公正な価格」の算定と、独立当事者間取引説

裁判所は、「公正な価格」を具体的数値として決定するにあたり、多様な

(32) この結果、企業価値増加分を案分比例したものを受け取ることになり、買収者であろうと株主であろうと、持ち株一株あたりにつき享受できる価値は同じということになろう。田中・前掲(注 11) 21 頁。また、このような分配を行った判例としてカルチュア・コンビニエンス・クラブ事件地裁判決(大阪地決平成 24 年 4 月 13 日(金融・商事判例 1391 号 52 頁))。

(33) 組織再編におけるシナジー分配議論を参考としたものであるためである。

(34) 北川・前掲注(3)。買収を行うことへのインセンティブとして、買収者側により多くの利益を与える考え方である。

(35) 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [下]」商事法務 1877 号(2009) 26 頁。

81- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)方法を用いる。大別すると、(i) 市場価格をもとに「株式の客観的価値」を算定し、そこに「期待価値」として一定のプレミアムを加えるもの、(ii) 事実上、二段階買収の一段階目である公開買付価格をそのまま「公正な価格」とするものに分けられる。しかし、実際には上記(i)と(ii)が併用されていることが多い。すなわち、(i)の算定を行うが、その算定結果を見ると、「公正な価格」が公開買付価格と同額となっているケースである。この場合、(i)の算定は見かけだけであり、実態としては、公開買付価格をそのまま「公正な価格」と認められるかという点が判断されているともいえよう。また、(i)の算定における方法論も統一されているとはいいがたい<sup>(36)</sup>のであるが、具体的な「期待価値」の数値それ自体を独自に算定することはほばない<sup>(37)</sup>。これは、個別の買収事案ごとに生じる「期待価値」を算定することが非常に困難であるためと考えられる。

上記のように、「公正な価格」を「客観的価値」に「期待価値」を加えて算定するという手法は、少なくとも裁判上の算定方法としては機能しておらず、学説からは、このような裁判所による独自の算定はさけるべきであるとの批判がよせられている。そして、「公正な価格」を独自に算定するのではなく、いわゆる「独立当事者間取引」と呼べる取引において形成された取引条件については、裁判所はこれを尊重し、そのまま「公正な価格」と認めるべきとの考え方が多数である(これを以下、「独立当事者間取引説」と呼ぶ)<sup>(38)</sup>。

---

(36) 一定期間の市場価格平均を「客観的価値」とし、そこに「期待価値」を加えるという手法をとるが、「期待価値」の決定方法につき、類似のMBO事案における平均的プレミアムの比率を参考にしたり(20%とすることが多い)、DCF法を用いるケースもある。

(37) 例外としてカルチュア・コンビニエンス・クラブ地裁決定(大阪地決平成24年4月13日(金融・商事判例1391号52頁))があるが、同事件においては、独立性の認められた第三者機関によるDCF法にもとづく企業価値算定結果が存在したため、当該価格から「客観的価値」を除いたものが「期待価値」であるということが可能であった。

#### ④「独立当事者間取引」の定義

学説（および近時の一部判例<sup>(39)</sup>）は上記の独立当事者間取引説をとっているが、そもそも「独立当事者間取引説」の意味するところはかなり抽象的である。すなわち、「会社の独立した受託者による、相手方との間に一定の距離を置いた取引（at arm's length bargain）であっても、そのような取引がなされるであろうか」と表現される<sup>(40)</sup>。この概念の具体化を行った見解はあまり見かけない<sup>(41)</sup>が、「相手方との間に一定の距離がある独立した取引というためには、相手方と同じ方向の利益を追求することなく、当事者が相対立する独立の立場にあるかどうか極めて重要である」としたものがある<sup>(42)</sup>。

#### ⑤「独立当事者間取引」の要件

- 
- (38) この見解に立つ論者は多く、各自が提示する規範はそれぞれ細部が異なるが、よく引用されるものをあげると、以下のようである。まず、①「組織再編が独立当事者間で行われる場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重する」、一方で②「組織再編が親子会社間など支配—従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査する」、そして③「組織再編条件の形成過程が不公正と評価される場合には裁判所が自ら買取価格を決定するが、形成過程が公正である場合には、第一の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する」とされる（加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討 [中]」商事法務 1876 号 (2009) 5 頁）。
- (39) この説に初めて言及したとみられるサイバード地裁決定は、「MBO の実施後に増大が期待される価値」の算定にあたって考慮する点のひとつとして、「独立当事者間において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったと評価できるか」としている。
- (40) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995）37 頁。
- (41) 当該定義についてはふれるが、ここからただちに「どのような手続きがなされていれば独立当事者間取引説と評価できるか」という要件論に議論が展開することが多いようである。
- (42) 伊藤達哉「公開買付価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討—上場株式に投資した株主の締出しを伴う MBO を中心として—」商事法務 1906 号 (2010) 64 頁。

上記のような抽象的定義にもとづき、実際にどのような構造・手続きを備えた取引が独立当事者間取引と認定されるのかという要件についても議論が盛んである。これについては、個別事案ごとの状況により求められる手続きの程度は異なると思われるところ、経済産業省企業価値研究会によるいわゆる「MBO 指針」がそれらをかなり網羅しているので、本稿でそれを列挙することはしない。ここでは、近時議論が盛んなものを以下にあげる。

(i) 特別委員会の組成

MBO の一環としての公開買付けに対し、対象会社取締役会が賛同表明するかどうかを検討するにあたり、独立性の高い者で構成される特別委員会(日本では独立委員会と呼ばれることも多い)を組成し、その上で取締役会が判断を下す仕組みである<sup>(43)</sup>。しかし、特別委員会が外部有識者を中心に構成される場合、株主に対して直接責任を負わない者に対して、どの程度責任ある判断を期待できるのかという問題もある。

また、特別委員会とは一概に言っても、その内実は事案ごとに大きく異なる可能性がある。典型的には、交渉権限の有無である。当該特別委員会が、買収者との間で取引条件に関する交渉をなす権限まで与えられているかということであり、当該権限を有しないいわゆる「諮問型委員会」は、買収者と対象会社取締役会の交渉の結果をただ追認するだけに終わる可能性がある。また、交渉権限を有する「交渉型委員会」が設置された場合であっても、当該委員会の頭越しに非独立取締役が交渉を行ってしまったのでは無意味であろう。こうした観点からは、特別委員会がただ設置されればよいのではなく、十分機能しうるものであることが重要である。

(ii) いわゆる MOM (majority of minority)

---

(43) 高原達広・上田円「進化する MBO の手続き—その内容と評価—」ビジネス法務 2008 年 4 月号 (2008) 83 頁。



米国由来の考え方であるが、日本においては、公開買付者と利害を共有する株主（以下、「利害共有株主」）以外の株主から一定数量の応募があることを公開買付成立の条件とするように、買付数量の下限を設定するという手法である<sup>(44)</sup>。ただし、強圧性のある公開買付けにおいては、株主の多数の応募があることはさしたる意味をなさないであろう。

### (iii) 対抗買収の有無

MBO の一環として公開買付けが行われる場合、それに対抗して第三者による買収が新たに提起されるかどうかは、当該公開買付価格の適正さを判断するうえで指標の一つにはなりうる。ただ、日本においては支配権市場が未成熟であることから、過小な価格での MBO に対して必ずしも対抗的買収が実施されるとは期待しにくいともいえる。よって対抗買収提案がなかったことが、公開買付価格が適正であったことの証拠となるかについては見解がわかれている<sup>(45)</sup>。

## (2) 考察

### ① 「公正な価格」について

前述した「公正な価格」に対する学説の批判は、(a) 抽象的規範としての「公正な価格」の内容に疑問を呈する見解と、(b) 規範としての「公正な価格」の内容自体はともかく、それを裁判所が算定するという救済手法に異議をとなえるものがある。つまり、「公正な価格」に関する議論には二つの側面があり、抽象的規範としての「公正な価格」に関する問題、当該規範を具体化した裁判上の算定手法に関する問題に分けられよう。

---

(44) 高原達広・上田円「進化する MBO の手続き—その内容と評価—」ビジネス法務 2008 年 4 月号 (2008) 83 頁。

(45) 宍戸善一「MBO における全部取得条項付種類株式の株式取得価格決定—サイバード事件東京高裁決定」ジュリスト 1437 号 (2012) 95 頁。

そして、より顕在化しているのは、後者（b）の算定手法についての問題であるように思われる。これは、規範としての「ナカリセバ価格」や「シナジー」に相当する数値を株価など現実に存在する指標から抽出する作業、および DCF 法などにより算定する作業の困難性として議論される。

たとえば、「ナカリセバ価格」に関しては、そのサンプルとしての市場価格が形成される「市場」というものについて正確な理解がされているとはいえないことも、大きな要因として存在すると思われる。この点に関連し、飯田準教授は、日本の裁判例における算定方法のもとでは、「公正な価格」とはシナジー適性分配価格であるべきとする通説・判例の見解とは裏腹に)、事実上、シナジーを分配できていないのではないかという趣旨の疑問を提起する<sup>(46)</sup>。その直接の原因は、市場価格にマイノリティ・ディスカウント<sup>(47)</sup>が含まれており、市場価格が過度に下落していることであるとされる、つまり、当該市場価格をもとに算定された「ナカリセバ価格」に「シナジー」を加えたとしても、それはマイノリティ・ディスカウントを修正する効果にとどまるためだと説明される。つまり、日本における学説がしばしば依拠する「市場価格は企業の客観的価値を反映する」との前提が、MBO や支配株主による取引など一定の場合には妥当しない可能性があるということであろう。

---

(46) 飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素（3）」法学協会雑誌 129 巻 992 頁。同論文は、株式買取請求制度における価格算定あり方の日米比較を行い、そこから日本の株式買取請求制度における「シナジー分配価格」算定が抱える問題点を詳細に分析している。もっとも、株主にシナジーが（あくまで取引の帰結、結果論として）分配されることを否定する議論では（おそらく）なく、「独立当事者間での取引と同視できるような買取条件の実現」という究極的な目的のための手段としての手段の選択に対する批判、つまり裁判所によるシナジー分配という方法論に依存する日本法の現状への批判であるようである。そういう意味で、当該議論は、単純に日本の裁判所における価格算定手法が妥当ではないという問題提起にはとどまっていないようである。

(47) エージェンシー・コストを市場価格が反映させたものであるとされる。これに関する米国の議論につき、飯田・前掲（注 47）1000 頁以下に詳しい。

また、前述のように、判例は、全部取得条項付株式における「公正な価格」とは、通常の組織再編における「公正な価格」概念と類似の発想から、「MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値」に「MBO を行わなければ実現できない価値」のうち「株主が享受してしかるべき部分」を合算したものであるとしている。しかし、前者が組織再編における「ナカリセバ価格」と完全にイコールだとは断言できない<sup>(48)</sup>上、仮に 100 % 同義であるとしても、「ナカリセバ価格」自体の意味も多義的に解釈可能である<sup>(49)</sup>ということから、結局、「MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値」という概念が何を意味するのかは明らかではない<sup>(50)</sup>。

一方、後者の「MBO を行わなければ実現できない価値」のうち「株主が享受してしかるべき部分」という概念についても、ここから統一した見解が導かれるわけではない<sup>(51)</sup>。そもそも、この前半の「MBO を行わなければ実現できない価値」とは、株式買取請求権制度の「公正な価格」における「シナジー」に相当するものと解釈できそうではあるが、いわゆる相乗効果という意味でのシナジーは MBO において一般的に生じるとは考えにくく、かつ経営陣の大幅刷新もない場合においては、MBO によらなければ実現できない価値とは何を意味するのだろうか。特に抽象的概念としての「公正な価格」

(48) 最高裁は、「公正な価格を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権の場合と一致するとは限らない」としている。

(49) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号 (2009) 4 頁～5 頁は、「ナカリセバ価格」の保障は投下資本回収の保障とは同義ではなく、「ナカリセバ価格」の保障ということと投下資本回収の保障ということとの間には距離がある」とする。そして、「ナカリセバ価格」を保障する制度の趣旨は、多数株主（買収者を指す）の忠実義務違反に基づく損害の填補であると理解する。

(50) その上、MBO 事件の下級審判決においては、一般的にこの概念に相当すると思われるものを別の文言（「株式の客観的価値」など）で表しているようである。現時点で比較的明らかなのは、この客観的価値の算定において一定期間 51 の市場価格平均を参照するという点であろうが、これは算定手法に関する問題である。

75- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」（和久野）  
を考える際にあえて規範的な発想に立ってみると、取締役には本来企業価値向上に努める義務があることを考えれば、MBO を行わなければ実現不可能な価値というものはかなり限定されるともいえそうである<sup>(52)</sup>。

以上、規範としての「公正な価格」概念、そして当該概念と裁判上の算定手法の関係について検討したが、このように「公正な価格＝ナカリセバ価格＋シナジー」であるとの規範から裁判上の算定手法を導き出す考え方には批判が多い。弥永教授はこの考え方につき、「実際の事件に当てはめる裁判規範としてはおよそ機能しないのではないか」とし、この「規範そのものが実務に耐え得るものになっていない」と結論付ける<sup>(53)</sup>。

## ②独立当事者間取引説について

以上のような「公正な価格」に関する問題は、独立当事者間取引説によることである程度回避される。まず、算定上の困難は、「独立当事者間取引と認定された取引において成立した価格を「公正な価格」と扱う」との考え方のもと、価格算定の機会を減らすことで低減される。ただ、価格算定の必要が減るとはいつても、「公正な価格」とは何か」という規範を全く観念しな

---

(51) 「MBO を行わなければ実現できない価値」との文言を見る限り、通常の経営努力により将来的に生じる価値は含まないと解釈するのが素直であろう（十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討 [上]」商事法務 1880 号（2009）12 頁注 17）。すると、通常の経営努力による価値増加分は、ナカリセバ価格に相当する（とされている）「MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値」の方に含まれると解すべきなのであろう。しかし、その算定にあたり裁判所が一定期間の市場価格平均を用いるのは何故なのか。これは、当該市場価格平均が通常の経営努力により将来的に生じる価値についての情報を織り込んでいるとの前提にもとづくものかもしれないが、上記十市論文は、「株価で算定される客観的価値が、当該情報のすべてを反映しているか、という問題は残る」としている。

(52) 伊藤・前掲（注 42）67 頁、71 頁注 40 参照。

(53) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定（上）」商事法務 1967 号（2012）6 頁～7 頁。この見解は、株式買取請求制度における「公正価格」概念についてのものであるが、MBO の場合にも妥当すると思われる。

いわけにはいかないと思われる。この点、独立当事者間取引という概念は、「公正な価格」という規範定立における問題にも解決の糸口を与えるのではないか。

規範としての「公正な価格」を定めるにあたっては、そもそもの制度趣旨や政策的考慮など様々な観点からの考察がありうるが、ここでは「独立当事者間取引」概念をヒントとして考えてみる。すなわち、「独立当事者間取引のもとで実現される価格とはどのようなものになるであろうか」<sup>(54)</sup>という観点である。この場合、「独立当事者間取引」とは、具体的にどのような手続を備えた取引をそう呼ぶかという要件論に関するものではなく、前記で示した抽象的定義のことである。つまり、互いに相反する利害を有する独立した当事者が対等に交渉した結果の価格という概念が、規範としての「公正な価格」の範囲をある程度は画するのではないか。

まず、独立した当事者同士の交渉では、各当事者は自己の利益を最大化するために交渉するから、自身に著しく不利な価格での取引は拒否するはずである。すると、MBO による価値向上分を織り込まない「ナカリセバ価格」で取引が成立することはまずありえない<sup>(55)</sup>。そして、MBO の実施によって生じる企業価値増加分についても、当事者同士の交渉力に応じた分配がなされるであろうが、ここであえて買収者が過大な交渉力を有する実態を法的判断に反映させる必要はなかろうから<sup>(56)</sup>、前述の議論にある通り、買収者と株主の間で 1 対 1 の分配比率とするのが妥当ではなかろうか。

(ii) 「独立した当事者同士」というときに、誰と誰の関係が独立してい

---

(54) 飯田秀総「株式買収請求権の構造と買収価格算定の考慮要素 (3)」法学協会雑誌 129 巻 5 号 987 頁によれば、「デラウェア州も日本も、支配株主による買収に関する規律の究極的な目的は共通しており、独立当事者間での取引と同視できるような買収条件の実現にあるように思われる」。当該見解は締出しに限られるものではなく、加えて支配株主による買収を念頭においているようだが、MBO もまた当事者同士の独立が疑われる取引であることを考えると、当該見解が妥当するよう思われる。

ればよいのか。

よく言われるのは、取締役と買収者間の独立（前出の江頭教授による定義も、「会社の独立した受託者」と相手方との関係を前提としている）である。

ただ、独立当事者間取引に関する議論の中で、買収者と少数派株主との間の情報の非対称性などについても指摘されることがあるから、取締役だけが独立を要求されるわけではないように思われる<sup>(57)</sup>。さらに前記 MOM もまた独立当事者間取引の要件のひとつとして検討されていることを考えると、やはり独立当事者間取引とは、取締役の利益相反だけに関する話ではない。少数派株主と買収者の間にも、取締役—買収者間とは異なる意味での独立関係が要求されるとみるべきではないか。

ここで求められる独立とは、取締役の場合は、買収者と利害を同じくしな

---

(55) 独立当事者間取引価格はシナジーを含むとされている。前述のとおり、ナカリセバ価格の算定に市場価格を使うことの是非はともかく、ナカリセバ価格が現時点での客観的価値に相当し、かつ株主が MBO により企業価値増加が発生することを認識しているならば、当該増加分の分配を求めて交渉（取引拒否の脅しを背景とする、擬似的な交渉）するはずである。ここで、シナジーを全く分配しないという取引結果がありうるとすれば、それには株主がシナジー発生の可能性について認識していない（つまり情報開示が不十分）、株主の交渉力が著しく弱い（強圧性その他の圧力が生じている）、などの状況が必要であろうが、このような条件を備えた取引を「独立当事者間取引」とは評価できない。この点、現在の通説的見解が「ナカリセバ価格」の保障のみでの締出しを認めていない理由は、独立当事者間取引と評価できるような取引であれば、そこで成立する価格が「ナカリセバ価格」ということはありえないためだと考えることもできるのではないか。

(56) 買収者と少数派株主との間の交渉力の差が「公正価格」の判断に反映されるとすると、買収者と少数派株主との間の利益相反関係は、さらに強まることになりそうである。

(57) 伊藤・前掲（注 42）64 頁は、「取締役と株主に利益相反関係と情報の非対称性が存在する MBO も、独立当事者間取引かどうかが問題となる取引に該当すると考えられる」としている。ここでの「取締役」は文脈上、「買収者」を意味しているため、買収者と株主との間に独立した関係が求められるとの見解である。

いことが主だった。少数派株主の場合は、基本的に買収者と利害を同じくすることは考えにくい<sup>(58)</sup>が、自身の利害にもとづく行動を様々な理由から制約されうる。このうち判例においてよく問題視されるのが、少数派株主への強圧性、情報の非対称性である。前者は、少数派株主が自己利益に最も合致した選択肢をとることを不当に妨げるものであるといえよう。一方後者は、そもそも少数派株主にとってどのような行動が自己利益につながるのかの選択自体を困難にするものといえるだろう。これらが独立当事者間取引の判断において考慮されるということは、少数派株主が自己利益にもとづく行動をとりうるような取引であったかが検討されていると考えてよいのではなかろうか。

## 2. 取締役の責任制度による規律

### (1) 学説における議論

現行会社法の条文上、取締役は「株主」でなく「会社」に対して忠実義務を負うこと (355 条)、組織再編の対価が不当であることは株主の損害であって会社には損害が生じていないと解されること<sup>(59)</sup>からすれば、この制度は MBO など締出し局面での利益相反解消策として活用しうるのか疑問にも思える。

そもそもの問題は、取締役の義務が誰に向けられているのか (義務の対象) ということであろう。この点につき、判例・学説は 3 つの考え方に分けられる<sup>(60)</sup>。すなわち、(i) 善管注意義務と忠実義務は同内容であることを前提に、これらの義務は「会社」に対するものであるとする説<sup>(61)</sup>、(ii) 株主利

---

(58) ただ、買収者と利害を同じくする株主が存在することは十分に想定できる。そういった株主らは、いわゆる利害関係株主として、MOM の充足の判断にあたり、除外されるだろう。

(59) 北川「現金対価による少数株主の締出し (キャッシュ・アウト) をめぐる諸問題」商事法務 1948 号 (2011) 5 頁。

71- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野) 益最大化原則にもとづき、「グループとしての株主」に対して義務を負うとする説、(iii) 会社に対する義務とは別に、個々の株主に対しても直接に忠実義務を負うとする説である。

まず (i) 説であるが、この説は、条文上、取締役が善管注意義務・忠実義務を負う対象が「株式会社」であることを根拠とする。そうであれば、単に少数派株主にとって不当な組織再編条件に関しては、会社に損害が生じるわけではない以上、取締役は何ら義務を負わないことになりそうである。当該見解は、条文の文言と照らし合わせれば自然な解釈であるが、ここから締出し局面における少数株主に対して一定の価格を確保する義務を導く理論的根拠はなく<sup>(62)</sup>、この説のもとで当該制度を締出し取引への規律として用いることはほぼ不可能であろう。

次に (ii) 説であるが、この立場は「株主利益」を「最大化」する義務を主張するものの、ここでの「株主」とは個々の株主ではなく「グループとしての株主」であり、「株主価値」とはそのような株主が有する「剰余価値」とであるとされる。当該見解は、「企業価値最大化原則」を根拠としているが、会社の営利性を最も効率的に達成するためには、「株主の剰余価値」を増大させることが望ましく、そうすることで結果的に他のステークホルダーの利益も増加されると考えるものである。よってこの説においては、(たとえば

---

(60) 太田洋=矢野正紘「対抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則〔中〕—わが国でレブロン「義務」は認められるか—」商事法務 1884 号 (2009) 38 頁～40 頁参照。

(61) 伝統的な見解であり、判例もこの立場を採る。

(62) 田中信隆「布石・定石 (MBO 編) MBO における取締役の義務と責任—「合理的な価格」か「最善の価格」か」ビジネス法務 8 巻 4 号 (2008) 75 頁は、(i) 説のもとでは、支配権移転を伴うような公開買付けにおいても、取締役は株主の利益を公正といえる範囲で実現すればよく、株主の利益を唯一の指標とする必要はないとの実務上よくなされる説明を紹介した上で、このような説明に理論的根拠がないことを指摘する。



米国における Revlon 義務のように締出しや支配権取引における取締役の「義務の変化」を認めない限りは)、組織体としての会社の長期的な企業価値を高めることが、少数派株主個人が受け取る短期的な対価の確保よりも優先されるであろうとされる<sup>(63)</sup>。

他方、(iii) 説は、以上の (i) ・ (ii) 説とは異なり、個々の株主に対し直接に忠実義務を負うとする (一方で会社に対しても忠実義務を負っていることはおそらく否定されない) ため、個々の株主の利益を保護・増加させることの必要性を論じやすい。しかし、他方で会社に対する義務も同時に負っているとも解されるので、両者に対する義務の優劣関係が当然に決まるわけではないことには注意を要する。

以上を概観すると、(ii) 説をとった上で上記「義務の変化」を認めるか、(iii) 説をとるのでなければ、少数派株主に「公正な対価」を確保する義務というのは観念しにくいと思われる。

## (2) 考察

### ① 締出し局面における企業価値増大原則の妥当性

上記 (ii) 説が拠って立つ企業価値最大化原則は、剰余権者である株主の剰余部分を最大化することが、会社の営利性を効果的に達成するとの考え方であるが、この逆もまた妥当すると考えられる。つまり、企業価値増大は株価上昇や配当増などを通じて株主の利益を増加させるのであり、平時において企業価値増大と株主価値最大化という考え方は基本的に矛盾しない<sup>(64)</sup>。このような関係が成り立つため、多くの場合においては、個々の株主利益より企業価値を優先させたとしても、個々の株主にとって著しく不当な結論には

---

(63) この解釈については田中・前掲 (注 62)) 75 頁以下。また、太田=矢野・前掲 (注 54) 18 頁も、「株主の剰余部分」の最大化が、買収対価の最大化よりも優先されることになるであろうとする。

69 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)  
なりにくいであろう。

しかし、企業価値の増大が一般的に株主の利益につながるという上記の前提が、締出しの局面においては崩れてしまう<sup>(65)</sup>。このことが、企業価値最大化原則が少数派株主救済策として機能しないことの大きな要因であろう。締出しが行われると、買収者以外の一般株主は当然ながらもはや株主ではなくなる。「株主グループ」から除かれた外部者となるのであり、以降は企業価値増大による恩恵を享受することもなくなる。よって、これらの一般株主については、企業価値向上を介した株主利益ではなく、その持株への対価を保障することによる保護を目指すより他にないと思われる。

そのためには、上記 (iii) 説をとるか、あるいは (ii) 説をとった上で特定の局面においてのみ「義務の変化」を観念することが必要になろう。

ただ、(iii) 説をとるとしても、前述のとおり、個々の株主と会社への義務が併存するものであれば、どちらが優先するのかが不明であり、明確な規範とはならないかもしれない。この点、締出し取引においては確実に「個々の株主」への義務が優先するものとされなければ、締出しへの規律とはなりにくい。であれば、(ii) 説をとった上で、「義務の変化」を認めるか、または (iii) 説をとった上で、「個々の株主への義務」が優先することを明確化するしかないと思われる。

## ② 「義務の変化」は可能か

上記のような、局面限定的な「義務の変化」を観念することが可能である

---

(64) 矛盾する場合があるとすれば、株価上昇などによる恩恵以上の利益を会社に対して望む場合であろう。例えば、親会社が子会社の企業価値を犠牲にして、子会社からの利益移転をはかる場合が考えられる。こうした私的利益の追求を法で禁止すべきかどうかはともかく、積極的にこうした利得を保障する必要は考えにくい。

(65) 締出しを行う買収者株主との関係でみれば、当該前提はもちろん維持される。締出し以降の企業価値の向上をほぼ独占できる立場にあるからである。つまり、締出しの局面において企業価値最大化原則をとると、保護されるのはむしろ買収者株主ということになりかねない。

うか。

この点、「取締役の特定の行為によって株主の持分価値に大きな変動を生ずる場合には、当該持分価値を保護する義務が取締役に存在しているととらえる」ことにより、義務の変化を認める見解がある<sup>(66)</sup>。この点、MBO を含む締出し取引においては、取締役が買収者との間で真摯に交渉するかどうか、買収価格に大いに反映されると思われるため、このような義務の変化を認めてよいのではないかと解される。ただ、上記の論理から導けるのは、「(既存) 株主に損をさせない」という規範のみであって、「(既存) 株主に得をさせる」ところまでの義務は導き得ないであろう」とも解しうるのであり、例えば Revlon 義務において取締役が実現すべき「合理的に実現可能な最高価格」といったものは考えにくいのかもしれない。しかし、このように解するとしても、「「損」か「得」かを定める基準点の設定次第では、「会社の売却に際しては高値での売却を目指すべし」というレブロン的な規範も導きうる」可能性はあるとされる。また、義務の変化については、対株主に限られた話では実はなく、従来から株主以外のステークホルダーに対しても当該変化がありうるとする見解は存在し、その点では日本における解釈論にとってそこまで特殊な概念でもないのかもしれない。

## ②義務の内容

上記の議論は取締役の義務の対象に関するものであり、ここからただちに取締役の義務内容が確定されるわけではない。実際、米国デラウェア州においては、取締役の義務違反を判断する数種の基準のうちどれが適用されるかにより、実質的に取締役の義務内容が変化する。

買収局面における取締役の責任制度に関する日本での議論においても、上

---

(66) 船津浩司「友好的買収における対象会社株主の保護 - Go - Shop 条項の意義と機能を中心に -」大証金融商品取引法研究会報告 (2009 年 11 月 27 日) 22 頁。

67- 「MBO に対する規律の構造——価格決定制度と取締役の責任制度を中心に」(和久野)  
記の米国の発想が参照されることが多いところ、現時点でよく言及されるのは Revlon 基準である。ただ、やや疑問に思われるのは、Revlon 基準は元来、複数の買収提案が競合する(あるいは競合しうる)場合を想定しており、それが現在の日本における MBO の規律として適合的なのかということである。仮に、(稀にしか発生しない)対抗買収の可能性を確保することをもって MBO における取締役の義務が充足されるのであれば、少数株主に対する保護が従来より向上することもないのではなかろうか。この点、支配権市場の未発達な日本の状況を踏まえた議論が望ましく、その際に米国における義務内容を参考にすることはありえても、それに 100% 依拠する必要はないのではないか。

#### IV. おわりに

以上で整理したとおり、いずれの制度においても未解決の問題が多く存在する。特に、取締役の責任制度に関しては、こと締出し局面における限り、議論がまだ緒についたばかりともいえる。ここで現状での両制度の特徴を大雑把に表現すると、価格決定制度は不適切な取引を個別的・厳格に審査できるものの、事実上、救済される株主の範囲が相当に狭い。一方で取締役の責任制度は、現状においては締出し取引の特性を考慮しにくく、数少ない判例をみる限り、やや教条的な判断に傾いているように思われる。他方で、差止請求、損害賠償請求ともにその救済範囲は相対的に広いといえる。

しかし、いずれの制度を利用するにせよ、MBO を始めとする締出し取引への規律に求められるのは、しばしば不公正になりがちなこれらの取引を適正化することであるから、そのために必要とされる要素につき十分な検討をふまえての制度構築が求められるであろう。