

MB0における少数派株主保護：少数派株主が会社から締め出されず株主としてとどまる利益の保護を中心として

藤田, 真樹
九州大学大学院法学府：博士後期過程：商法・会社法

<https://doi.org/10.15017/18376>

出版情報：九大法学. 101, pp.230-282, 2010-09-24. Kyudai Hogakka i
バージョン：
権利関係：

MBO における少数派株主保護

—— 少数派株主が会社から締め出されず株主としてとどまる利益の保護を中心として ——

藤 田 真 樹

．はじめに

． MBO の法的意義

1． MBO の定義

2． MBO の必要性ないし経済的意義

- (1) リストラクチャリング (企業再編・再構築)
- (2) 会社の非公開化による支出削減
- (3) エージェンシー問題の解消
- (4) マネジメントグループの経営に対するインセンティブの増加
- (5) 企業固有の人的資本

3． MBO 指針が考える MBO の意義

． MBO の法的手続と問題点

1． MBO の法的手続

2． MBO の法的問題点

- (1) 経済的利益相反の問題
- (2) 非経済的利益相反の問題
- (3) 情報の非対称性の問題
- (4) 株主に対する強圧性の問題
- (5) 公開買付 (TOB) 開始の時期的問題
- (6) 資金調達上の問題

3． MBO 指針が考える MBO の問題

． MBO に対する少数派株主の対抗策

1． MBO の実施過程の取引の有効性そのものを争う手段

- (1) 第一段階取引である TOB を争う手段
- (2) 第二段階取引のスクイズアウトのための取引を争う手段

2． MBO の実施過程の取引に関与した対象会社取締役の責任を追及する手段

- (1) 善管注意義務違反に基づく会社に対する任務懈怠責任 (損害賠償責任)の追及 (会社法423条 1項)
- (2) 第三者による取締役等に対する損害賠償 (会社法429条 1項)

3． MBO 実施過程の取引を実行する買収者または対象会社の責任を追及する手段

．おわりに

I. はじめに

近年、わが国においても、企業の合併や買収のためのいわゆる M & A (Mergers and Acquisitions)⁽¹⁾ 取引が活発化してきている。そのような状況の中、経営者等が自らの会社を買収するための一手法である MBO (Management-Buy-Out)⁽²⁾ が数多く行われるようになってきた。経営陣による企業買収である MBO は、経営者と株主の間に生じる利益相反の監視費用となるエージェンシー・コストを削減する一方で、短期的視野で行動しようとする株主からの圧力を排し、中長期的視野に立つて柔軟な経営をすることを可能とすることで企業価値の向上に資するものであると⁽³⁾言われている。

近時の MBO をめぐる報道も多く、また、専門家、実務家等による議論も活発化している。とりわけ MBO に関連する情報開示に関する議論の進展を受けて、平成18年12月の証券取引法の改正に続き、平成19年5月にも会社法施行規則の改正⁽⁴⁾が実施された。さらに、このような MBO をめぐる議論の活発化と実務の取引の複雑多様化を受け、企業社会における MBO の公正・健全な発展という観点から、平成19年8月2日、企業価値研究会による「MBO 報告書」⁽⁵⁾が取りまとめられ、同書を受け平成19年9月4日、いわゆる「MBO 指針」⁽⁶⁾が公表された。

MBO において問題となるのは、株主と経営者との間の利益相反の問題だと言われている。会社法理論においては、一般に、会社の実質的所有者は株主であるとされ、株主によって経営の専門家である取締役が選ばれ経営を委任されると解されている。しかし、MBO においては、本来は経営の専門家であり会社の実質的な所有者でない取締役の地位が、MBO の実施により多数派株主と一致することになる。すると、取締役は多数派株主として自らに都合の良いように行動することになるため、今度は、一般株主（少数派株主）との間で利益相反的な立場に立つこと

となる。

MBO 指針が公表された後、この利益相反の問題に対処するため、企業法務の分野において様々な措置が講じられるようになってきた。しかし、MBO に関する議論は未だ十分に成熟したものとはいえない。特に、これまで、いかに少数派株主を排して MBO の法的手続をスムーズに進められるかという取締役の視点に立った議論はみられたものの、MBO 取引の濫用から少数派株主を保護すべきとする視点からの議論は必ずしも十分ではないようには見受けられる。⁽⁷⁾

MBO に限定することなく少数派株主の締め出しの場面を類型化すると、二つの場面が想定される。一つは、対価が公正であるか否かに関わらず、株主の意思に反して株式を奪われる場面である。他は、不公正な対価の交付によって少数派株主が会社から締め出される場合である。とすれば、少数派株主保護の問題を解明するに当たっては、株主が会社から締め出されず、対象会社の事業へ投資を継続できる利益の保護、締め出される際に受け取る対価の相当性（公正な価格）の保護の二つの手法が考えられる。もっとも、平成17年制定の現行会社法では、実務の強い要望を受けて、対価を柔軟化することによって少数派株主の締め出しを正面から可とする制度が多数用意されることとなった。⁽⁸⁾しかし、このような現行会社法において対価の柔軟化が図られたからといって、少数派株主の締め出しが無制限に許容されるのかどうか、解釈の余地がなお存在しているように考えられる。⁽⁹⁾

MBO は本稿の「 」において詳しく扱うが、買収先の資産等を利用しようとする LBO (Leveraged Buyout)⁽¹⁰⁾ の一種であり、SPC (specified purpose company)⁽¹¹⁾ つまり特別目的会社と呼ばれる一種のペーパー・カンパニーを設立し、ファンドを中心とした金融機関から融資を受け、買収対象会社について公開買付 (TOB, takeover bid)⁽¹²⁾ を行うのが通例である。そしてこれは、一般に3分の2以上の株式を取得し、少数派株主を締め出すための株主総会決議を行うという手続きによって行われる。

この手続きは、敵対的買収のスキームと何ら変わりはない。敵対的買収とMBOとの違いは、存続会社もしくは対象会社の親会社となるSPCの実質的所有者である株主が対象会社と全く関係のないファンド（機関投資家）等になるか、買収対象会社の取締役等の経営陣とそれを支援するファンド等の金融機関の連合体になるかという違いしかないのである。

敵対的買収においては、対象会社の経営者の意思に反してファンド等の金融機関が対象会社の株式を取得しようとする。その際、取締役等の経営陣は、敵対的買収者に対して一定割合以上の対象会社の株式を保有または取得させないため、敵対的買収者の株式の所有割合を希薄化し、または対象会社の株主から締め出すための措置を講ずることが多い。例えば、従前の株主に対して新株予約権の無償割当て（会社法243条）の手段がとられる場合には、敵対的買収者のみが新株予約権を行使することができず、またその取得の対価として株式の交付を受けることができない等の条件を付し、敵対的買収者の対象会社の株主の所有割合を希薄化し、または対象会社の株主から締め出すという手続きがとられることがある。これに対して、買収者側は、対象会社の新株予約権の無償割当てが法定定款に違反し、もしくは著しく不公正な発行であることを主張し、その差止め（会社法247条の類推的用）⁽¹³⁾を求めるという手段で対抗することになる。

すなわち、会社法の理論は、一般に、会社の実質的な所有者は株主であるとすると。そうであれば、株主から選任されて経営にあたる立場の取締役が自由に新株予約権の発行または無償割当てができることとすると、会社の支配権の帰趨を会社の実質的な所有者である株主の意向を無視したかたちで取締役が行えることになってしまう。会社法247条はこのような取締役の権利の濫用を防止する趣旨で設けられたものである。

敵対的買収においては、主として、会社の実質的な所有者を誰にすべきか、すなわち会社の支配権の帰趨を争う問題として捉えられてきた。

一方、MBOにおける少数派株主保護の手段は、これまで前述の、つまり締め出される際に受け取る対価の相当性の確保、すなわち会社法172条1項による公正な価格の算定基準の問題としてもっぱら争われてきている⁽¹⁴⁾。しかし、スキーム自体が殆ど変わらないにも関わらず、一方においては会社の支配権の帰趨を決める問題とされるのに対し、他方においては、単に少数派株主の締め出しの際の公正な価格の算定基準の問題として扱われるのは、公平な取扱いであるとは思われない。その意味において、MBOにおいても、会社法172条1項による公正な価格の算定基準以外問題、特に前述の、つまり少数派株主が対象会社の事業へ投資を継続できる「締め出されない利益」の保護の問題として、敵対的買収の場合と整合的に理解すべき余地があるのではないかと。

本稿の目的は、MBOにおける少数派株主保護の手段として、会社法172条1項による公正な対価の算定基準以外の手段を検討しようとするものである。具体的には、これまでの学説やMBOの指針の分析をふまえて、MBOの法的意義とその類型を確認し、また、一般的なMBOで取られる法的手続きについて検証することを通じて、MBOに潜在する法的問題点をまず明らかにする。そのうえで、少数派株主の権利が侵害されるおそれのある場合に、株主は事前または事後にどのような法的手段を講じ得るかについて、主に「少数派株主が会社から閉め出されず株主としてとどまる利益の保護」のあり方を中心に、株主による共益権的性質を持つ株主代表訴訟（会社法423条）の問題、自益権的性質を持つ金銭による損害賠償の問題（会社法429条、民法709条）についても検討するものである。

註

- (1) 合併と買収の略語としてM&Aという言葉が一般に使われている。会社の事業を第三者に売却したり、第三者を吸収合併後の親会社として合併させたりする場合、第三者からみた場合を指す場合が多い。神田秀樹

(6) 277 MBOにおける少数派株主保護（藤田真樹）

『会社法 第9版』（弘文堂・2007年）294頁。

- (2) 近年のMBO件数は、2005年67件、2006年80件、2007年89件、2008年95件、2009年85件となっている（いずれも（株）ニレコ資料より）。
- (3) 梅津英明「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）に関する指針の概要」商事法務1811号（2007）5頁。
- (4) MBOに関連し得る事項として、例えば、共通支配下関係にある会社間の吸収合併等において少数株主の「利益を害さないように留意した事項」が開示事項として追加された。
- (5) 正式名称は「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」。企業価値研究会は経済産業省が設置した私的研究会である。座長は神田秀樹東京大学教授が務められた。
- (6) 正式名称は「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」。経済産業省がMBOが行われる際のベストプラクティスの形成を通じたわが国におけるMBOの公正・健全な発展を目的として公表したものである。
- (7) 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）2頁。
- (8) 久保寛展「少数株主の締出しの正当性と権利濫用」川濱昇＝前田雅弘＝洲崎博史＝北村雅史（編）『企業法の課題と展望』（商事法務、2009）125頁。たとえば、吸収型組織再編行為においては、吸収合併を例にするならば、対象会社を消滅会社とし、多数株主が全株式を有する会社を存続会社として吸収併せさせ、消滅会社の少数株主に合併対価として金銭を交付する場合（会社法794条1項2号・751条1項3号）。略式組織再編行為によって、吸収合併の当時会社の一方が他方当時会社（従属会社）の総株主の議決権の90%以上を有しており（会社法468条1項）従属会社における合併承認の株主総会の決議を要しない略式合併の場合（会社法784条1項・796条1項）等。
- (9) 笠原武朗「少数株主の締出し」森本二郎＝上村達男（編）『会社法における主要論点の評価』（中央経済社、2006）114頁115頁。
- (10) LBOとは、主としてプライベート・エクイティ・ファンドなどによる、買収先の資産及びキャッシュ・フローを担保に負債を調達し、買収後に買収した企業の資産の売却や事業の改善でキャッシュ・フローを増加させることで負債を返済していくM&Aの一類型である。少ない自己資本で、相対的に大きな資本の企業を買収できることから、梃の原理になぞらえて「レバレッジド・バイアウト」と呼ばれる。また、こうしたM&Aに対する金融を「レバレッジド・ファイナンス」と呼ぶ。なお本稿は主に会社法の専門家を読者として想定しているが、他分野の専門家でも本

稿を読まれる方がいた場合を考え、念のため M&A 関係の基礎的用語についても註を振った。

- (11) 特別目的会社。株式会社を限定された特定の目的に利用しようとする、複雑な機関構成や、議決権制限株式の発行限度規制等の無用の制約が課されてしまう。そこで、資産の流動化に関する法律（平成10年6月15日法律105号）に基づき当該制約を除去したかたちで認められた新しい社団法人が設けられることとなった。業務を行うには、資産流動化計画を添付した業務開始届出書を内閣総理大臣宛に所轄の財務局経由にて届け出る必要がある（江頭憲次郎『株式会社法 第3版』（有斐閣・2010）12頁参照）。
- (12) 株式公開買付のこと。不特定かつ多数の者に対し、公告により株式の買付け等の申込みまたは売付け等の申込の勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株式の買付け等を行う事をいう（金融商品取引法（以下金取法とする）27条の2第6項・27条の22の2第2項）。会社（発行者）が行う場合（金取法27条の22の2～27条の22の4）と、会社以外の者が行う場合（金取法27条の22）がある（江頭掲註11）243頁）。
- (13) ブルドックソース事件（最決2007年（平成19年）8月7日民集第61巻5号2215頁）参照。2007年6月アメリカの投資ファンドスティール・パートナーズが設立したSPCが老舗ソース会社であるブルドックソースに対して敵対的株式公開買付（TOB）を仕掛けた。ブルドック側はこれに対抗して、スティールによる経営権取得がブルドックの企業価値を毀損し、ひいては株主共同の利益を損なうものであることを理由に、ブルドックが全株式に1株につき3個の新株予約権を発行して、スティール以外の株主には新株予約権1個につき1個の株式と、スティールについては株式相当額の金銭を交付することをあらかじめ株主総会の特別決議を経ておこなって、新株予約権を買い取る手法によりスティール側の持ち株比率を4分の1に引き下げようとした。これに対してスティール側は新株予約権の差止めなどを求めたが、最高裁はブルドック側の対抗策を適法と認めた。
- (14) 近年のMBOに関する代表的な事件としては、レックス・ホールディング事件（東京地決平成19年12月19日、東京高決平成20年9月12日、最決平成21年5月29日金融・商事判例1325号（2009）8頁以下）、サンスター事件（大阪地決平成20年9月11日、大阪高決平成21年9月1日金融・商事判例1326号20頁）、サイバードホールディングス事件（東京地決平成21年9月18日）が挙げられるが、いずれも会社法172条1項による裁判所による株式取得価格決定の問題として争われている。

II. MBOの法的意義

1. MBOの定義

少数派株主を保護する手段を考える前提として、そもそも本稿で問題として取り扱うMBOの範囲を確定するために、MBOの意義を確認することが必要になる。

MBO指針が出される前、MBOについて「会社の事業の全部または一部をその事業主（または親会社）から経営者が買収すること⁽¹⁵⁾」あるいは「子会社、企業の事業部門等において、それらの行っている現在の事業の継続を前提として、現在の経営者・事業部門責任者および外部の投資家（プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタル等）により構成されるグループが、株式を買い取ること（または事業部門の営業を譲りうけること）により、経営権を取得すること⁽¹⁶⁾」などと定義されていた。

これに対し、MBO指針においては、対象とするMBOの取引の範囲について「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること⁽¹⁷⁾と定義した上、上場会社の株式について公開買付けが行われた後、完全子会社化（および非上場化）を行う取引に焦点をあてて検討が行われている。この定義においては、「事業の継続を前提として」いない場合を除き、現在の経営陣が資金を出資して対象会社の株式を購入する取引を幅広く対象としている点が特徴的である。⁽¹⁸⁾

このように指針は、対象とするMBOを広く定義するわけであるが、「現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBOの形態も一様ではなくその内容により利益相反性にも程度の差が生じ得る⁽¹⁹⁾」とし、ここでMBOと称される取引の中には、買収者側の構成や対象会社の既存株主の構成などに応じて、利益相反の程度や不公正な取引が行われる蓋然性の点において、相当異なる

ものが含まれているとする⁽²⁰⁾。

例えば、買収側に (A) 投資ファンド等のスポンサーが存在する場合と、(B) スポンサーが存在しない場合がある。また、(A) スポンサーが存在する場合の中にも、(A1) スポンサーの役割が主体的であり、取締役の役割が副次的な場合と、(A2) 取締役の役割が主体的であり、スポンサーの役割が副次的な場合が存する⁽²¹⁾。

また、MBO の対象となっている会社の既存の株主の中に、(X) MBO を行う取締役と独立した交渉を行うことが期待できるという意味において独立した大株主が存在するという場合と、(Y) 独立した大株主が存在しない場合がある。また、(Y) にかかる独立した大株主が存在しない場合の中にも、(Y1) MBO を行う取締役(またはこれを利益を共通にする者)と利益を共通にしない一般株主が大多数の株式を有している場合と、(Y2) MBO を行う取締役が支配的持分に相当する株式を有している場合などが存在する。

このように買収者側の構成や対象会社の既存株主の構成などが異なる場合、利益相反の程度や不公正な取引が行われる蓋然性は異なってくる⁽²²⁾ことが考えられる。

そこで、MBO 指針は、議論の単純化のため、MBO においては取締役が自ら対象会社の株式を取得することによる構造的な利益相反状態を「基礎的取引構造」と呼び、基礎的取引構造以外の事象は捨象した上で検討を行ったうえで、基礎的取引構造以外の事象が議論に影響をあたえる特段の事情がある場合については、基礎的取引構造を応用することとし、MBO 指針の「6. その他の取引類型における議論の応用」の箇所で扱われることとなった⁽²³⁾。

本稿における MBO の定義は基本的に MBO 指針に従うものとして、その前提で、少数派株主の保護の問題について考えていくことにする。ただし、MBO 指針において提言されているルールを実際に適用していくに際しては、個別具体的な事情の下で、前述した事由をも適宜勘案し

ながら柔軟に運営していくことが必要となると考えられる。⁽²⁴⁾

2. MBOの必要性ないし経済的意義

本稿では、「」においてMBOの法的手続きを検討するが、MBOはそもそも、経営者等が中心となって自らの経営する会社を買収し、非公開化を図る手続きである。資金調達が容易な公開会社をわざわざ経営者を中心となって自ら経営する会社を非公開会社とする必要性ないし経済的意義はどこにあるのであろうか。

わが国において本格的にMBOが利用されるようになる以前のMBOに関する研究においては、次のような必要性ないし経済的意義があることが指摘されていた。

まず、MBOも経済取引のひとつであるから、MBO当事者はMBOが富をもたらすものと考えて、これを実行すると仮定できる。MBOは対象会社が非上場会社になるという部分ばかりが注目されることが多いが、MBOは非公開化した会社が再上場し、あるいは他社に会社を売却し、取締役を中心とした経営者（およびMBOに協力したベンチャー・キャピタル等の金融機関）がキャピタルゲインを得るという動機に基づいたものである。とすれば、MBO後に会社が再上場する場合においてMBO時の買収価格よりも高い公募価格を設定する必要がある。一方で、経営者等は一般株主にMBOに応じるよう促す必要があるため、市場価格にプレミアムを加えたものをバイアウト価格とする必要がある。そうすると、バイアウト価格はMBO時の会社の市場価値よりは高く、MBO後の会社の現在価値よりは低いものとなるはずである。となれば、会社の市場価値とMBO後の会社の現在価値との差がMBOにより生まれると富であるといえるが、この富を生み出す要因については、諸説存在するが⁽²⁵⁾、おおむね以下のような要因が重視されている。

(1) リストラクチャリング (企業再編・再構築)

MBO後の会社では資産売却や人員削減などが行われることがあり、それにより実現される価値と市場価値との差がMBOにより生まれる富であると説明されることがある。また、リストラクチャリングにより会社は一時的に業績が悪化するが、これに対する株式市場からの評価を気にする必要がなくなる。

この見解に対しては、リストラクチャリングによる富の創出は経営者等による必要はないのではないかと、または非公開化そのものが富を生むのではないかという批判がある。⁽²⁶⁾

(2) 会社の非公開化による支出削減

上場会社においては、株主管理・株主総会開催またはこれに関する訴訟の負担がある。また、経営者等による機関投資家訪問やアナリストへの広報活動といった負担もある。しかし、MBOを行えば経営者等は、これらの負担から解放され、会社の一時的な業績悪化や近視眼的な投資家を気にせず会社経営に専念できる利点があるとされる。これも富を生む要因といえる。

この見解に対しては、非公開化で生まれるとされる富は非公開化作業にかかるコンサルタントや各種アドバイザーの報酬等の費用で相殺されるのではないかという批判が存在する。⁽²⁷⁾

(3) エージェンシー問題の解消

多くの株主が分散して存在する現代の株式会社制度の下では、株主は自分達の利益の体現化のために集団的に行動することができないという集団的行動問題が発生し、会社のコントロールの権能は経営者等に集中し、その結果、経営者等は株主の利益と乖離した行動をとる傾向が生じる。それゆえ、このような経営者等の自己保身あるいは機会主義的行動が織り込まれた株式の価値は内在的価値がディスカウントされたもので

あり、そのため株式の市場価値は会社の内在的価値よりも低くなる。会社の内部情報を有しておりエージェンシー問題を自覚しうる立場にある経営者等がMBOを実施し会社所有者となることで、経営者等と株主の利害乖離は生じなくなるから、上記ディスカウントは解消される。この、MBOで是正される内在的価値と市場価値の差が、MBOにより生まれる富である。

この見解に対しては、そもそもエージェンシー問題その他の課題に対処できなかった経営者等の経営能力がMBO後に急激に改善することは期待できないとの批判がある。⁽²⁸⁾

(4) マネジメントグループの経営に対するインセンティブの増加

ア．経営者等の株価増大に対するインセンティブ

MBOにより経営者等は対象会社の実質的所有者となれば、株主とエージェンシーである経営者等の利害が一致することになる。そうすると、経営者等は株主価値増大についてインセンティブを有することになるから会社経営の効率性が改善され富が生まれる。

この見解に対しては、経営者らに単に会社の株式を付与することで、株主価値増大にコミットさせることが可能であるとの批判がある。

イ．経営者等のリスク選好度の変化

マネジメントは、会社から受け取る報酬には限りがある一方で、会社が倒産すると職を失う。そのため経営陣は、リスクの高いプロジェクトを実行するインセンティブを有していない。しかし、MBOにより株主となることでマネジメントは株価の上昇による利益を享受するチャンスを得るため、会社経営においてリスクテイクするインセンティブを有することになる。このように、MBOによる会社所有者の変更により経営陣のリスク選好度および会社経営が変化し富を生むことになる。

ウ. 金融機関による経営者等に対するモニタリング

経営者等は会社経営に関して広い裁量を有しており、会社のフリーキャッシュフローを非効率なプロジェクトへの投資などにあてることがある。しかし、会社がフリーキャッシュフローを株主に返還し、その代わりとして、ベンチャー・キャピタル等の金融機関から負債を調達した場合、当該負債の返済が不能となれば経営陣は職を失う恐れがある。また、ベンチャー・キャピタルは単に資金面で協力するだけでなく、経営陣に対して経営ノウハウを提供し、また新たな役員を派遣するなどの事業運営に対しても協力することで、経営者等に対するモニタリングを図る。というのは、対象企業ないし事業部門はすでに一定の経営基盤を有しているため金融機関は、キャッシュ・フローを予測することが可能で、創業間もない企業への投資に比較して安全性が高い。したがって、金融機関がMBOに投資するのは有利な投資機会であると考えられるからである。⁽²⁹⁾⁽³⁰⁾したがって経営者等は非効率的なプロジェクトの実施や不要な支出を抑えようとするから、経営者等の裁量による無駄なフリー・キャッシュ・フローの支出は減少する。MBOではパイアウト資金として負債が調達されるから経営者等への規律が働き、会社経営・効率性が改善され富が生まれることになる。⁽³¹⁾

(5) 企業固有の人的資本

MBOが敵対的買収の防衛策として利用されることがあるが、敵対的買収が成功した場合にはリストラクチャリングが行われ、現在の経営者等は新株主によって交代させられる。そうなった場合、敵対的買収に対して経営者らが何らかの行動をしない場合、それまで会社に蓄積された技能、経験、知識あるいは人脈といった会社に固有の人的資本が買収後毀損される可能性がある。一方、経営陣および当該事業に熟練した従業員が当該事業に残ることになれば、売却前と同様の事業の価値を有するというメリットが存在する。⁽³²⁾

そのため、敵対的買収に直面した経営者等は何も行動をとらないか、

あるいは行動をとり人的資本の毀損から守るかというリスクの再計算に迫られる。かかるリスクの再計算の結果リスクをとることを決断した経営者等は、MBOを実行し自らが会社所有者となることで人的資本を保全しようとする。この場合、経営者等への事業の売却は、経営者等以外の者に売却するよりも、一般に労働組合の同意を得られやすい傾向がある⁽³³⁾。敵対的買収に対抗して行われるMBOでは、買収後の毀損を免れた企業固有の人的資本がMBOにより生まれる富と関連していることになる⁽³⁴⁾。

3. MBO指針が考えるMBOの意義

MBO指針では、MBOが行われる意義について、経営者および株主間のエージェンシー問題の解決を図り得ること、市場の短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現、株主構成の変更による柔軟な経営戦略の実現、選択と集中の実現、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義等が挙げられている⁽³⁵⁾。MBO指針では、上記の(1)リストラクチャリングや、(5)企業固有の人的資本の問題は取り上げていないが、それ以外は、ほぼこれまでの議論を踏襲したものと評価できると考えられる。

註

(15) 鴻常夫 = 北沢正啓『英米法商事法辞典「新版」』（1998）549頁。

(16) 上野正裕「MBO（マネジメント・バイアウト）（特集 ベンチャー企業をめぐる法的課題）」ジュリスト1218号（2002）52頁。また、MBOであるか否かを三つの要素の有無から検討する見解もある（三島徹也「マネジメント・バイアウトとイギリス会社法」近大法学51巻3・4号（2004）26頁、27頁）。すなわち、MBOであるか否かについて、事業を営んでいる既存会社の株式の買収、または当該事業そのものの買収が行われること、事業（株式または資産）の買主の中に、当該会社の経営陣または従業員が含まれていること、買収が事業買収後、当該事業の継続を意図していること（ゴーイング・コンサーン・ベース）の三要件の有無によってMBOであるか否か検討する。この見解は「マネジメント・

バイアウトは、通常、友好的な経営陣による企業買収を指す。すなわち、事業主が企業売却の意思がないにもかかわらず、これに対して経営陣が強引に企業買収するという、敵対的な経営陣による企業買収も当然存在しうる。これもまた、Management (経営陣) による Buy-Out (企業買収) ではあるが、いわゆるマネジメント・バイアウトとは異にして扱うべきである。すなわち、敵対的な場合には、マネジメント・バイアウト特有の、事業主が経営陣に対して企業買収の援助・協力をを行うということとはありえないからである。そこで、たとえ、経営陣による企業買収であっても、敵対的なものであれば、いわゆる敵対的企業買収の法理によるべきである」とする。

- (17) MBO 指針 4 頁～5 頁。
- (18) 石綿学「MBO に関する指針の意義と実務対応」商事法務1813号 (2007) 4 頁。
- (19) なお、現在の我が国における MBO は、出資者が取締役のみである場合は少なく、多くの場合において、取締役と他の出資者 (投資ファンド等) が共同して MBO を行っている (MBO 指針 5 頁参照)
- (20) 企業価値報告書2006、45頁は「MBO (Management Buy-Out) や親会社が影響力の強い子会社株を買い増しする場合など、買収者が対象会社に対して実質上の強い影響力を有する場合、対象会社の経営者にとっては、通常の企業買収と比べて、利益相反となる可能性が高い。これらのうち、対象会社の経営者自身が買収者と同一視できる場合には、情報の非対称性が大きく、利益相反の問題が存することに加えて、買付価格の妥当性等について株主・投資家がインフォームド・ジャジメントを行うことが難しいという特徴がある」と記載している。
- (21) 指針においては、債務超過にある企業の再生局面における取引を対象としてはいない。このような場合には、当該企業の状況によっては、既存の株主が受けるべき利益は存さないことを理由としている (MBO 指針 21頁)。
- (22) 一般に MBO における取締役の役割が小さい程、MBO による取締役の経済的利益の程度は小さくなり、また、MBO の実行後の身分の保障も脆弱になるため、利益相反の程度は弱くなるはずである。逆に、取締役の役割が大きいほど、一般株主との間での利益相反の程度は強まるはずである。とすれば、(B) 投資ファンド等のスポンサーが存在する場合よりも、(A) 投資ファンド等のスポンサーが存在しない場合、(A1) スポンサーの役割が主体的である場合よりも、(A2) 取締役の役割が主体的な場合、(X) 独立した大株主が存在する場合よりも (Y) 独立した大株主が存在しない場合、(Y1) 一般株主が大多数の株式を有している場合よりも

(16) 267 MBOにおける少数派株主保護（藤田真樹）

- (Y2) 取締役が大多数の株式を有している場合の方が取締役と一般株主との間で利益相反の程度が高まる可能性があると考えられる。（石綿前掲（註18）5頁参照）。
- (23) 梅津前掲註3）5頁。徳本穰「経済産業省「MBO指針の概要」月刊監査役533号（2007）13頁。
- (24) 石綿前掲註18）5頁。
- (25) 鈴木健太郎「米国におけるマネジメント・バイアウトの研究（1）——デラウェア会社法の問題点を中心に——」民商法雑誌137巻1号（2007）30頁～31頁。
- (26) 鈴木・前掲註25）32頁、36頁。
- (27) 鈴木・前掲註25）32頁、36頁。
- (28) 鈴木・前掲註25）33頁、36頁。
- (29) 上野・前掲註16）53頁。
- (30) 三島・前掲註16）27頁～29頁。
- (31) 鈴木・前掲註25）34頁～36頁。
- (32) 藤原豊「MBO導入の意義と普及に向けての課題」商事法務1525号54頁。
- (33) 藤原・前掲註32）44頁
- (34) 鈴木・前掲註25）35頁。
- (35) MBO指針3～4頁。梅津・前掲註3）5頁。

Ⅲ．MBOの法的手続と問題点

1．MBOの法的手続

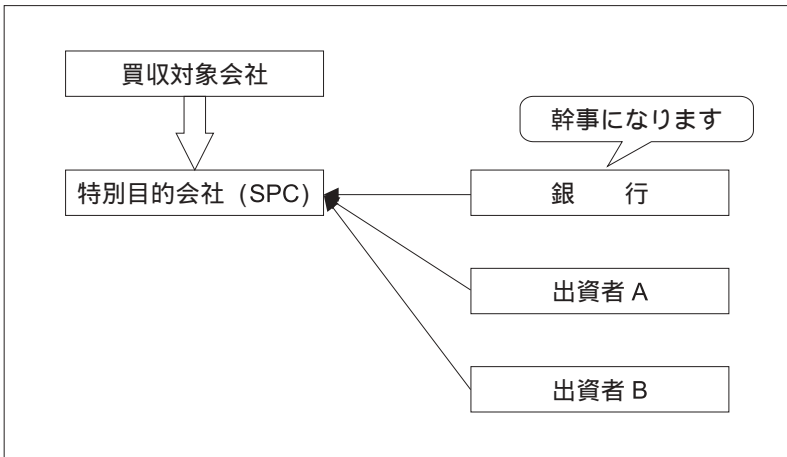
で述べたようにMBOと一言でいっても、多様な類型を含むことから法的手続きに関しても一概にいう事はできない。しかし、全ての類型について場合分けして考察を加えることは不可能に近い。そこで、我が国におけるMBOの意義と問題点を整理するために、ここでは、上場会社の取締役である経営者が、自らまたは金融投資家である投資ファンドとともに、自らが取締役を務める会社（買収対象会社）の株式を、公開買付けを通じて取得し、その後、株主を締め出す（スクイーズアウト）ことにより、非上場化する典型的なMBOのスキームだけを検証することにしたい。

一般に、MBO の実施に際しては、以下のような段階がとられる。

経営者（および投資ファンド等）が、対象会社の株式の買付け等を目的とした買収目的会社（以下「SPC」とする）を設立する。

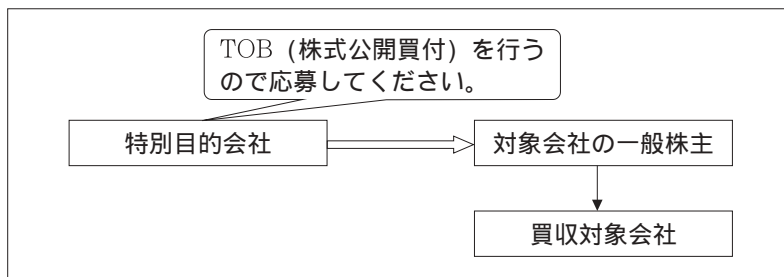
その SPC が金融機関等に買収対象会社を買収するため、買収に成功しそうな場合は融資をするよう依頼をする。この時借入金が多額になるため幹事銀行をどこかに依頼し、その幹事銀行が複数の金融機関からなる「融資団」を結成する。SPC は融資団より融資を受ける内諾を得るが、この時点ではまだ融資を受けない。

図表 1 特別目的会社 (SPC) の設立と金融機関に対する融資の依頼



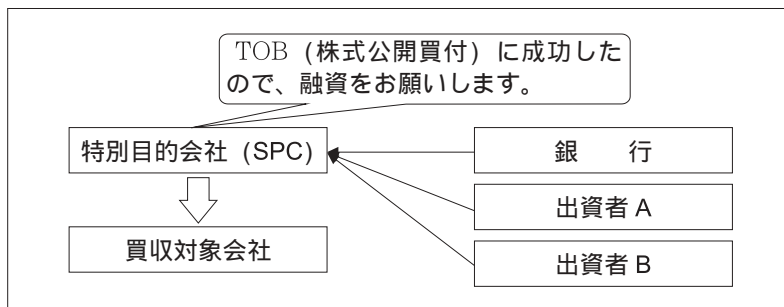
SPC が対象会社を買い付けるために株式公開買付 TOB（第一段階取引）を行う。この TOB を行うときの成立条件として最低買付株数を決めておき（一般に総株主の議決権の 3 分の 2 以上）、その株数を買付けできない場合は、契約を解除することを条件としておく。

図表2 株式公開買付（第一段階取引）



最低買付株数を超える株式の買い付けが出来た場合は、SPCは融資団に対してTOBの成功を伝え、内諾を得ていた融資を受ける。一方、TOBが成功しない場合（最低買付株数の応募がない場合）SPCは融資団に対して、融資契約の解除を申し出る。

図表3 TOB成功後の金融機関からの融資を受ける



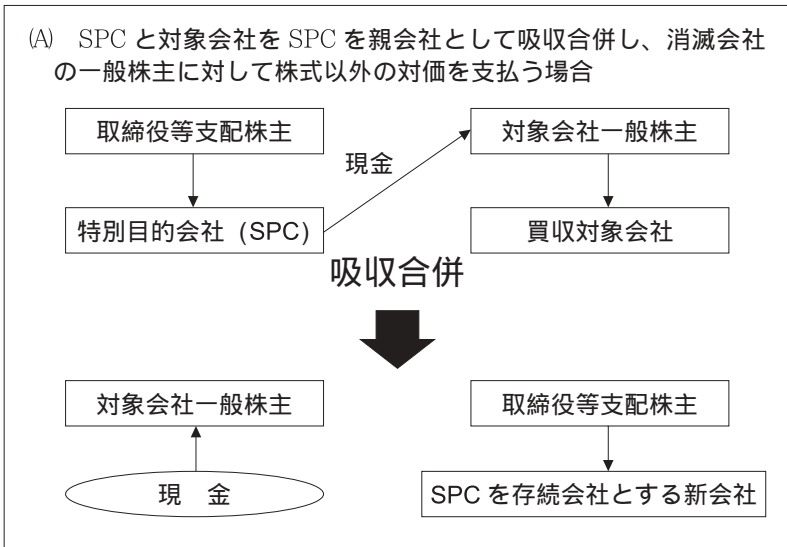
TOBが成立した場合、さらに数種の手法がとられる。

- (A) SPCと対象会社をSPCを親会社として吸収合併し、消滅会社の一般株主に対して株式以外の対価を支払う。
- (B) SPCを完全親会社とし、対象会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率で行い、一般株主を株式以外の対価を支払う。

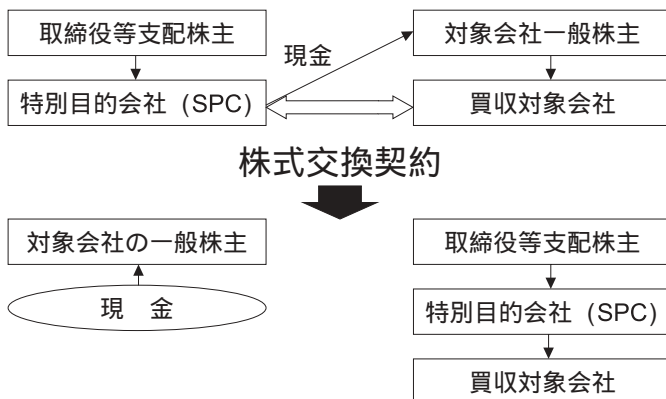
(C) 対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とした上で、その株式（普通株式）に全部取得条項を付し、一般株主に対しては端数が生ずるような割合で種類株式を対価に当該株式の全てを取得し、一般株主には金銭（端数代金）を交付することによって、公開買付けに応じなかった一般株主を締め出すための株主総会決議（第二段階取引）を行う。

その結果として、SPCは対象会社を吸収会社とする存続会社となる、もしくは対象会社を100%子会社とする親会社となる。経営者は対象会社が存続する場合、対象会社の経営者として残り、自らも出資するSPCを唯一の株主として、対象会社を非上場化することができる。合併により、SPCの借入金の返済義務は組織再編後の新会社に承継⁽³⁶⁾されるが、実質的には対象会社が借入金の返済を行うことになる。

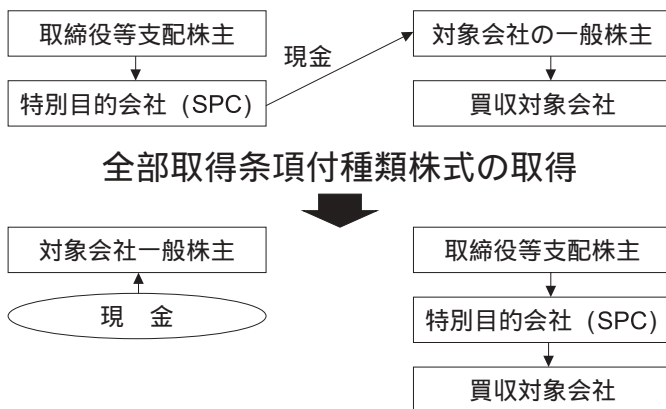
図表4 一般株主（少数派株主）を締め出すための株主総会決議（第二段階取引）



(B) SPCを完全親会社とし、対象会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率で行い、一般株主を株式以外の対価を支払う場合



(C) 対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とした上で、その株式（普通株式）に全部取得条項を付し、一般株主に対しては端数が生ずるような割合で種類株式を対価に当該株式の全てを取得し、一般株主には金銭（端数代金）を交付することによって、公開買付けに応じなかった一般株主を締め出す場合



2. MBOの法的問題点

MBOの実施に際しては、「1.」で述べたような法的手続を踏むことになるが、その構造上、以下のような法的問題点が存在するとの指摘がある。

(1) 経済的利益相反の問題

MBOにおけるもっとも重要な法的問題の一つは、経営陣の利益相反の問題である。会社の経営陣は取締役・役員として会社に対して善管注意義務をおよび忠実義務を負っている。ところが、MBOにおいては、会社経営を行う立場にある経営陣が株主との間で株式に関する取引を行うことから、経営陣は、買主側と売主側という取引の両側に身を置いている。そのため、高い価格で売却を迫る一般株主の利益と、低い価格での買収を迫る経営陣との利益が衝突することになる。⁽³⁷⁾

(2) 非経済的利益相反の問題

たとえば、MBOに対抗して提案される第三者による買収を防ぐ目的で取締役会が買収防衛策を導入する場合、株主が当該第三者への株式売却の機会を奪われる一方、取締役は現在の地位やそれに付随する権力・便益等の非経済的な利益を維持できるが、これも取締役等と株主間の利益相反問題とされる。⁽³⁸⁾

(3) 情報の非対称性の問題

MBOにおいて買主となる取締役は、売主となる株主よりも、会社について多くの情報を有している（情報の非対称性が存在する）のが通常である。MBOにおいては、この情報の非対称性を利用し、取締役が株主の利益の最大化を図ることなく、むしろ株主の犠牲の下に自己に有利なタイミングおよび条件で取引を行う可能性が典型的に存する。⁽³⁹⁾これについて、経営陣は株主に対し情報を十分に開示することが必要である。

MBOでは通常TOBが先行するが、経営陣が一般株主に対して、情報を十分に開示することができるか、また株主が十分な情報に基づいて適切に判断できているかといった事が問題になる。⁽⁴⁰⁾

(4) 株主に対する強圧性の問題

情報開示のあり方と関連して、取締役が一般株主に対してTOBに応じるように圧力をかけるという問題もある。たとえば、取締役等が、会計方針の変更などを行い、当期の業績、財務状況を保守的に修正して株価が下落するように誘導し、その後下落した株価を基準に公開買付けを始めるということが考えられる。また、公開買付けを開始するときに、対象会社の経営陣が当期の期末に配当を行わないことや株主優待を突然廃止することを同時に公表することも考えられる。このように会社側が、投資家に「今後保有し続けても仕方がない」と思わせるように誘導していると外形的に見せる事例が近年みられる。⁽⁴¹⁾

(5) 公開買付（TOB）開始の時期的問題

株主に対する強圧性の問題と関連して、株価が下落局面にあるときにTOBを開始するなど一般株主にとって明らかに不利な時期にTOBを開始するという問題がある。全部の株式の買い付けを目指して、上場会社を非公開化する時期をこのような時期にすることは、投資家の株式保持を継続するモチベーションを著しく損なうことになりかねない。本来、業績がその後回復する見込みがあれば、そのときにTOBをした方が株主にとっては当然メリットがある。しかし、株主の利益を考えるならば、取締役として、「今の時期は株主にとって適切でない」と言いうる時期がある。景気の下落局面において、業績変更をあわせてTOBを公表すれば、株主に対してたとえ業績変更が適正なものであったとしても⁽⁴²⁾同様、事実上株主に対する強圧性の問題が生ずる。

(6) 資金調達上の問題

MBOを実施する場合に、最も難しいとされているのが資金調達である。MBOにおいては前述のように、対象会社の現行の経営陣が買収に参加するが、買収対象企業の規模がある程度大きくなると、経営陣のみの資金で買収に必要な資金を調達するのは殆ど不可能である。そこで、ベンチャー・キャピタルや銀行等の金融機関から資金調達をすることになるが、⁽⁴³⁾その場合になんらかの担保提供をしないと銀行等の金融機関は貸付を行わない。そのため、買収対象会社が、SPCによる銀行等からの借入に対して、対象会社の財産について担保権の設定を行うことが多い。⁽⁴⁴⁾つまり、買収対象会社がその取締役が経営する新会社の借入のため担保提供をしているという事態が生ずる。会社による取締役に対する貸付または借入のための担保提供は、利益相反取引にあたり、この取引をするには取締役会設置会社の場合、取締役会の承認が必要となる(法356条1項、356条1項3号)。ところが、MBOは、友好的な企業買収であるから、この場合に取締役会の承認を得るのは難しくない。しかし、SPCに対する貸付または借入のための担保提供は、取締役が当該会社株式を取得することを目的としてなされていることを問題にしなければならない。株式会社の支配は、会社に対して多くの出資をなし、多くの株式を取得した者によってなされるべきものである。これに対して、会社による貸付または借入のための担保提供を受けて株式の取得をした者は、会社に対する出資に結局は会社の財産を利用しているので、現実の出資を行っていないといえる。これでは、現実の出資をなさずとも会社の支配が可能となってしまう、会社支配の歪曲化を招くことになり、さらには、⁽⁴⁵⁾会社設立時の厳格な規制とも適合しない。

3. MBO 指針が考える MBO の問題

MBO 指針では、MBO の問題点として、必然的に取締役についての利益相反的構造を生じさせ、株式の買付者側である取締役と売却者側で

ある株主のとの間に、大きな情報の非対称性が存在するという点、非上場化に際して株主に対する強圧的な効果を与え、また、会社に対する市場の規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む場合という弊害、有望な投資先が市場から退出する場合における資本市場に影響を与える問題等が挙げられている⁽⁴⁶⁾。

すなわち、(1)経済的利益相反の問題、(2)非経済的利益相反の問題はMBO指針の「利益相反構造」の問題として、(3)情報の非対称性の問題を指針の「情報の非対称性」の問題として、(4)株主に対する強圧性の問題、(5)公開買付開始の時期的問題を「株主に対する強圧性」の問題として(6)資金調達上の問題は「ガバナンス」の問題として捉えられるので、指針はこれまでの議論をほぼ全て踏まえていると考えられる。

註

- (36) 保田隆明 = 田中慎一『M&A時代 企業価値のホントの考え方』（ダイヤモンド社）（2007年3月16日）。池永朝昭 = 小沼浩樹 = 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）2頁～3頁。
- (37) 内田裕 = 佐粧朋子「日本におけるMBOの普及・活性化に向けて [上]」商事法務1537号（1999）21頁。石綿・前掲註18）4頁。鈴木健太郎「MBOに関するデラウェア裁判所の審査基準の概要」商事法務1807号（2007）79頁。
- (38) 鈴木・前掲註25）79頁。
- (39) 石綿・前掲註16）4頁。
- (40) 清原健 = 田中亘「MBO = 非公開化取引の法律問題——求められる取引の公正性確保——（前）」ビジネス法務7巻6号（2007）10頁。
- (41) 清原 = 田中・前掲註40）11頁。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 [上・中・下]」商事法務1875号・1876号・1877号（2009）、十一崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討 [上・下]」商事法務1880号・1881号（2009）参照。
- (42) 清原 = 田中・前掲註40）13頁。
- (43) 前掲・上野註16）52頁。
- (44) 前掲・上野註16）57、58頁を参照。具体的な担保権設定の対象となる

資産としては、預金債権、売掛債権、敷金返還請求権、保険金請求権、有価証券、無体財産権、動産（在庫商品を含む）、不動産などがある。この担保設定は、本文に掲げる問題の他に、詐害行為取消権（民四二四）の対象になるのではないかという指摘がある（上野正裕「第三節 MBO」西村総合法律事務所編『M&A 法大全』（2001年）。

(45) 前掲・三島註16) 32頁。

(46) MBO 指針 3～4頁。梅津・前掲註3) 5頁。

IV. MBO に対する少数派株主の対抗策

「 」において指摘したように、MBO は機動的かつ柔軟な経営を通じて企業価値の向上を目的として行われることが多く、社会的に有意義なものである。一方、「 」で指摘したように MBO には取締役と多数派株主の地位が一致することによって、構造的に一般株主（少数派株主）に対し不利益を被らせる危険が存在する。また、敢えて資金調達しやすい上場会社を非上場化する MBO の手続きを行わなくとも企業価値の向上を図ることができる場合、つまり MBO を行う必要性が十分に存在しない場合も想定し得る。

このような MBO を無制限に許容すれば、一般株主の正当な利益が害されるのみならず、多くの投資家が、MBO が行われる可能性のある会社に対する投資を躊躇することになりかねない。資本市場全体に悪影響を及ぼす可能性すらあるといえる。したがって、健全な MBO の発展を考えるためには、対象会社の株主の正当な利益確保のための手段を考えることが重要になってくる。⁽⁴⁷⁾

では、MBO に反対する一般株主はいかなる法的手段をとり得るか。これについて、会社法172条1項により裁判所による公正な価格の算定を求める以外の手段としては、MBO の実施過程の取引の有効性そのものを争う手段、MBO の実施仮定の取引に関与した対象会社取締役

の責任を追及する手段、MBO実施過程の取引を実行する買収者または対象会社の責任を追及する手段が考えられる。以下それぞれの手段について検討することにする。⁽⁴⁸⁾

1. MBOの実施過程の取引の有効性そのものを争う手段

(1) 第一段階取引であるTOBを争う手段

「 」で指摘したように、MBOは第一段階取引である株式公開買付（TOB）と、第二段階取引の金銭の交付による一般株主（少数派株主）の締め出しによって構成される。対象会社の株主がMBOに対して異議がある場合、まず、第一段階の取引であるTOBに対して応募を行わないという対応をとることが考えられる。

しかし、この場合、以下の問題が想定される。例えば、発行済株式の3分の2の下限を設定し、当該下限に達しない場合は買付けを行わず、発行済み株式の3分の2以上取得できた場合は、公開買付け終了後、直ちに公開買付価格と同一価格にて交付金合併を行われるとする。この2段階目の取引価格、つまり組織再編の対価が、一段階目のTOBの価格と同一の場合、株主はTOBに応じないことによるリスクを負担する必要はない。

しかし、我が国の場合必ずしもそうではなく、一段階目のTOBが成功した場合、二段階目は一段階目よりも低い価格で交付金株式交換もしくは全部取得条項により株式を取得されてしまう可能性がある⁽⁴⁹⁾。このようにTOBが成立した場合にどういう扱いを受けるかについて株主が強い不安感を抱いているときは、TOBに応じないことは一般株主にリスクを抱えさせることになり強圧性を有することになる。⁽⁵⁰⁾

しかし、TOBに関する手続等を規定する金融商品取引法において、対象会社の一般株主が強圧的な公開買付けを中止させ、またはその手続を法的に争う方法は会社法上存在せず、現行法の解釈としてはこれを認めるのは難しいように思われる。⁽⁵¹⁾

ただし、可能性としてではあるが、以下の幾つかの手段が考えられるように思われる。

ア．取締役の違法行為の差止請求（会社法360条）

一般株主（少数派株主）は、取締役の違法行為差止請求によって（会社法360条）、TOBの差止めを求めることはできないが。

会社法360条は、6箇月以上（これを下回る期間を定款で定めた場合には、その期間）前から引き続き株式を有する株主は、取締役が会社の目的の範囲外の行為その他法令もしくは定款に違反する行為をし、またはこれらの行為をするおそれがある場合において、その行為によって会社に著しい損害が生ずるおそれがあるときは、その取締役に対し、その行為をやめることを請求することができる」と規定する。ただし、監査役設置会社または委員会設置会社においては、「著しい損害」ではなく「回復することができない損害」が生ずるおそれが取締役・執行役の違法行為差止めの要件とされている（360条3項・422条1項）。

まず、この規定では、取締役が法令もしくは定款に違反する行為をしたことが問題となるが、TOBを行うこと自体なら違法ではないように思われる。しかし、TOBがMBO取引を行うための一環としての第一段階取引である場合、第二段階取引が違法なものであれば法令に違反した行為であると考えすることはできないだろうか。例えば、株式公開買付（TOB）を仕掛ける公開買付会社の役員に、買収対象会社の役員が残る約束があった場合、これは純然たるTOBではなく、MBOの一環であると評価することができよう。そして、第二段階取引が法令に違反したものが予定されている場合には、取締役の違法行為を観念することができる。なお、何をもちて違法と考えるかについては、②第二段階のスクイズアウトのための取引を争う手段で考察することにする。

次に、この規定で問題になるのは、MBOは一般に企業価値を向上さ

せることを目的として行われるものであるので、「会社に著しい損害」または「回復することができない損害」が生ずるおそれがあるといえるかが問題となる。

不当な組織再編行為が行われる場合において「株主」に対して損害が発生することは考えられるとしても、「買収対象会社」に損害が発生しないとも思われるので会社に対する損害の要件をみたくないようにも思われる。しかし、後述するように、取締役会決議が法令違反により無効とされた場合や著しく不当な決議として取り消された場合には、原状回復のために要する費用や手数料といった財産的損害が発生することがまず考えられる。また、違法な行為をしたことにより会社の生産、営業に支障を来したり、会社の信用が傷つけられるような非財産的損害が発生することも考えられる。また、会社に著しい法律関係の混乱を生じさせるおそれがあることも考えられよう⁽⁵²⁾。

このように解すれば、一般株主（少数派株主）による取締役の行為に対する差止請求権の行使を認められる可能性がある。

イ．民法上の不法行為（民法709条）による差止を求める手段

取締役の違法行為の差止請求（会社法360条）を求める場合、「ア。」で述べたように「会社に著しい損害」または「回復することができない損害」が生ずるおそれがあることが必要である。これに対して、民法709条は「会社に対する損害の発生」を要件としない。しかし、例えば名誉棄損の事件において出版の差止を求める場合と同様に損害賠償義務を規定する民法709条をもってTOBの差止を求めるには理論的な根拠が弱いように思われる⁽⁵³⁾。

ウ．金融商品取引法192条の緊急停止命令

金融商品取引法192条の緊急停止命令を用いるという見解が存在する。この規定は金融商品取引法または金融商品取引法に基づく命令に違反す

る行為を行い、または行おうとする者に対して、緊急の必要性があり、公益および投資者保護のため必要かつ適切と認められる場合に、金融庁長官および証券取引等監視委員会が主体となって、裁判所に対し違反行為の禁止、停止を命令するというものである。

この規定の趣旨は、違反行為があってはじめて、処分や処罰の問題が生ずるというのでは、投資者保護などの点で必ずしも十分ではないので、事前にそのような行為を防止し、または既に行われている場合には、行為をやめさせることで、投資者保護を図るものである。

しかし、この規定の実際の運用は実例がないため、余程特別の事情がある場合に限られるものと思われる。⁽⁵⁴⁾

(2) 第二段階取引のスクイズアウトのための取引を争う手段

対象会社は第一段階の取引である TOB に応じない株主について、第二段階の取引において金銭を交付することにより締め出すための取引を行う。この場合、当該締め出しのための株主総会が不当であるとして争うことが考えられる。具体的には、株主総会無効確認の訴え(会社法830条2項)、株主総会決議取消の訴え(会社法831条1項3号)、取締役の違法行為の差止め請求(会社法360条)が考えられよう。

ア. 株主総会決議無効の訴え(会社法830条2項)

株主総会決議の無効(会社法830条2項)を訴える場合、株主総会決議の内容が法令に違反することを主張することが必要である。法令違反をどのように基礎づけるか問題となる。

ア - 1. 全部取得条項付種類株式制度の限界と株主総会決議無効

「 」の MBO の法的手続でみてきたように、MBO の二段階取引においては、全部取得条項付種類株式を用いて少数株主を締め出す手続きをとられることがある。この全部取得条項付種類株式は、現行会社法の

条文の文言上、何の限定もなく、あらゆる形の株主権の変容を可能にするかのように読める。しかし、特別決議さえ経れば、株主の権利内容を自由に認めてよいのかという疑問が生じる。全部取得条項付種類株式制度の利用に限界はないのだろうか。もし、何らかの限界を認めることができれば、830条2項の法令違反として無効確認の訴えを求めることが考えられる。

全部取得条項付種類株式制度は、もともと100パーセントの減資を容易化するための制度として検討されていた。100パーセントの減資は、それ自体では財産は動かないものの、完全に株主を入れ替え、新しい株主に再建の利益を独占させることで企業の再建のための出資を容易にするものであり、会社の迅速な任意整理に有用であるとして認められてきたものである。この意味では、企業再編に類する制度の一環といってもよい。しかし、さまざまな経緯を経てこの制度は、種類株式の一種として規定されたものである。そのため、会社法の他の類似する制度と比較した場合、矛盾しているかのように受け取られる場合が存在する。

全部取得条項付種類株式制度は、いったん定款に取得条項、全部取得条項が置かれると、取得時の株主の意向にかかわらず会社が当該株式を取得することになる点で取得条項付株式と共通の性質を有する。しかし、その手続き等は、以下の点で大きく異なるとの指摘が先行研究でなされている。

「まず、全部取得条項付種類株式では全部の取得が予定されるが、取得条項付株式では一部の取得を予定することも認められ、しかも非按分的な取得も認められる（会社法107条2項3号ハ・108条2項6号イ）。

すでに発行されている株式に取得条項を付す場合には株主（種類株主）全員の同意が必要だが（会社法110条・111条1項）、全部取得条項を付す場合には種類株主総会特別決議で足りる（会社法111条2項・324条2項1号）。ただし、株式買取請求権による保護が認められている（会社法116条1項2号）。

取得条項付株式の取得のタイミングは一定の客観的事由の発生によるか（会社法107条2項3号イ・108条2項6号イ）、株主総会普通決議または取締役会決議で決める（会社法107条2項3号ロ・108条2項6号イ・168条1項）のに対し、全部取得条項付種類株式の取得のタイミングは株主総会特別決議で決める（会社法171条1項・309条2項3号）。

取得条項付株式では取得対価は定款であらかじめ明確に定められるが（会社法107条2項3号ニ～ト・108条2項6号）、全部取得条項付株式では定款に定めてある「取得対価の価額の決定の方法」（会社法108条2項7号イ）に従い株主総会特別決議による取得の決議で定められる（会社法171条1項・309条2項3号）。ただし、対価に不満な株主は価格決定申立てを行うことができる（会社法172条⁽⁵⁵⁾）。

取得条項付株式と全部取得条項付種類株式は一応別の制度であるから、さまざまな点で異なること自体は問題ではない。しかし、取得時の株主の意向にかかわらず、会社が株式を取得できるという共通点に着目するならば、とりわけの違いは重要になってくる。取得条項付株式においては、個々の株主の同意があってはじめて可能であるにも関わらず、全部取得条項付種類株式制度において、利用目的に制限を設けず株式買取請求権の下で多数決による取得を認めるというのは矛盾しているように思われる。

では、何故このような矛盾が生じたのか。立法の経緯から言えば、全部取得条項付種類株式制度は特別な場合に利用される制度として考えられていた。平成17年改正前商法において、私的整理の中で100%減資を行うには株主の全員の同意が必要と解されていたが、それを多数決で行えるようにして欲しいとの実務からの強い要望があった。それを受けて、会社法要綱試案は、定款の規定がない場合でも会社が債務超過である場合に限り、一または二以上の種類の株式について、その株主の多数決により、その全部を無償で強制償却することを認める旨を提案していた⁽⁵⁶⁾。その後、法制審議会会社法（現代化関係）部会の審議段階では、「正当な

理由がある場合」には株式買取請求権による保護の下での多数決で株式（種類株式）の全部を有償または無償で取得することを認める制度として検討されていた。いずれも、定款で規律される種類株式制度とは別個の、「債務超過」ないし「正当な理由」という要件の下で認められる特別の制度という位置づけであった。

ところが、会社法制の現代化の要綱案作成の審議の最終段階で提案され、法制上望ましいという理由から、この制度は種類株式の一つとして規定されることとされた。⁽⁵⁷⁾ その際に制度の利用を制限するための「債務超過」ないし「正当な理由」といった要件は落とされてしまい、実際にできあがった会社法の条文にはその痕跡はない。しかし、部会においては、全部取得条項付種類株式制度による株式の取得は、従来通り正当事由が要る旨繰り返し確認されている。⁽⁵⁸⁾

では、全部取得条項付種類株式制度の利用に何らかの「正当事由」が必要であると解するとして、どの時点で「正当事由」を要求するか。全部取得条項付種類株式の制度を利用して少数派株主の締出しを行う場合、まず種類株式発行会社とするための定款変更の株主総会決議・種類株主総会決議と全部取得条項付種類株式を取得する決議が必要である。「正当事由」は全部取得条項付種類株式の取得時にのみ必要なのか、それとも定款変更時にも必要なのだろうか。

この点、仮に定款変更時にも「正当事由」が必要であると解しても、いずれ「正当事由」が発生した場合には、定款変更決議の株主総会決議・種類株主総会決議と取得の株主総会決議を同時に行って取得することが可能である。そうすると、「正当事由」は全部取得条項付種類株式の取得時のみ必要と解するのが妥当であろう。⁽⁵⁹⁾

以上のような立法の経緯を重視するならば、取得条項付株式と全部取得条項付種類株式の関係は原則と例外の関係として理解することができる。取得条項付株式が一般的な制度で、全部取得条項付種類株式は「正当な事由」がある場合の特別の制度であるということである。このよう

に全部取得条項付種類株式について解釈するならば全部取得条項付種類株式の取得のためには「正当な事由」が必要であり、それを欠く場合には、会社法830条2項による法令違反として無効を主張しうる可能性がある⁽⁶⁰⁾と考える。

それでは、「正当事由」とは具体的にどのような場合が想定できるか。これに関しては、会社法831条1項3号の解釈としてほぼ同様の議論がなされてきたので、「イ」において詳しく検討することとする。

ア 2. 株主平等原則違反と株主総会決議無効

少数派株主の保護に関して米国では支配株主の信認義務の問題として議論されてきた。また、ドイツでは支配株主の誠実義務が認められてきた。しかしながら、日本ではそのような義務を正面から認める規定はなかった（ただし、後述するように解釈によって、支配株主である取締役が少数派株主に対する付随的義務を認める余地はあるように思われる）。もっとも、我が国においては、支配株主の信認義務、誠実義務を認める代わりに一般条項を用いて少数派株主を保護してきた経緯がある。たとえば、株式併合による少数派株主の締め出しは株主平等原則の違反として論じられてきた。このようなことを念頭におけば、スクイズアウトの局面でも株主平等原則の違反として立論することもあながち無理とはいえないと考えられる。スクイズアウトの局面での株主平等原則違反を主張することは出来ないだろうか。これが肯定されれば、強行法規たる株主平等原則違反として決議無効確認の訴えの対象となり得る。

現行会社法制定前において株主平等原則は、多数決の濫用による差別的取扱いから少数株主を保護する機能を有すると主張されてきた。しかし、会社法109条1項は、「株式会社」は、株主を、その有する株式の内容及び「数に応じて」、平等に取り扱わなければならない旨規定する。会社法109条1項の主体は「株式会社」であるが、株式会社の意思決定や業務を行うのは取締役（会）である。とすれば、109条1項は取締役

に対する付随的義務も定めていると考える事ができる。

しかし、会社法109条1項の「数に応じて」という文言を条文の文言どおりに読めば、株式を有する株主については数に着目した取扱を義務付けたものとも考えられる。では、現行会社法において、多数決の濫用による差別的取扱いから少数株主を保護する機能を解釈する余地はないか。

この点、株主平等原則を単に比例的な平等を定めただけであると考えたと、会社法109条1項は支配株主の資本多数決による支配を正当化するだけの意味しか持たないことになってしまいかねない。しかし、株主の性質はその保有する株式の数に応じて大きく異なる。保有する株式の数が少ない一般株主は、単独では会社の支配に影響を及ぼすことはできないが、ある一定の割合を超えた株式数を保有する株主は、単独で会社を実質的に所有できるようになる。支配株主のいる会社は、そうでない会社と質的に異なっており、支配株主のいない会社と異なった取扱いがなされるべき場合もありうる。このことを考慮するなら、株主の性質はその保有する株式の「数に応じて」異なるので、支配株主がいる場合は、その保有する株式の「数に応じて性質の異なる」株主、すなわち支配株主と少数株主を平等に取り扱わねばならないことを要求していると解釈されるのである。⁽⁶¹⁾

MBOにおける二段階取引においては、支配株主と取締役の地位は殆どの場合一致しているが、「」においてMBOの構造的問題として述べて来たように、支配株主である取締役と一般株主（少数派株主）との間には、情報の格差、交渉力において大きな格差が存在している。しかし、支配株主と少数派株主を平等に取り扱わなければならないとするならば、支配株主である取締役は、少数派株主と取引を行う場合、対等な独立した当事者間の取引を行う義務を負っていると考えるべきである。具体的には、二段階取引における少数派株主の締め出しの場合においては、少数株主の過半数の同意を締め出し取引の実行の条件とする等の措

置をとる義務があると考えることができよう。⁽⁶²⁾

このように株主平等原則（会社法109条）を強行法規として解釈できるとするならば、株主平等原則違反をもって会社法830条2項による法令違反に該当するとして、そのような株主総会決議の取消を求めうる可能性があるのではないかと考える。

イ. 株主総会決議取消の訴え（会社法831条1項3号）

会社法831条1項3号は株主総会決議に「特別の利害関係を有する者」が議決権を行使したことによって「著しく不当な決議」がなされた場合に、当該決議の取消を認めている。

平成17年改正前商法247条1項3号においても、交付金合併を認める立場が存在した。そして、この立場を採る見解において、例えば、従属会社が、支配会社による持分の一部の売却の結果、あるいは支配会社と第三者の合併事業の遂行のため生まれたものであるときに、支配会社（非公開会社）が、それを望まない従属会社少数株主がいるにもかかわらず交付金合併により従属会社の消滅または100パーセント子会社化を図るような類型においては、支配会社の禁反言または信義則違反の行為である可能性が高いので、実質的には「正当な事業目的」を要求する見解が存在した。⁽⁶³⁾

そして、現行会社法の制定にいたるまでも、平成17年改正前商法247条1項3号の特別利害関係人の議決権行使によって著しく不当な決議がなされるという規定の適用の問題に関し、対価の柔軟化に関する規定が設けられることによって、その規定で救済範囲が狭すぎるのであれば、規定文言の修正という形が必要になってくるのではないかという議論があった。また、多数決の濫用禁止の法理等の充実のためには、現行の特別利害関係人の議決権の行使による決議取消訴訟のみでは不十分であり、合併後成立後に無効とすることが困難な場合が多いことをかんがみると、合併段階で合併検査役の調査を求め、さらに合併承認のための株主総会

決議要件として正当な理由の開示を求める必要があるのではないかとい⁽⁶⁵⁾
った議論も交わされた。⁽⁶⁶⁾

「会社法制の現代化に関する要綱試案」においても、少数派株主を締め出すために少数派株主に対する売渡請求権を、発行済株主総数の90%以上を有する株主に認めることが提案されていた。しかし、現行法では経済界の要請から、そのような要請は条文の文言としては取り入れられな⁽⁶⁷⁾かった。

平成17年制定の現行会社法では、対価の柔軟化に関する規定が設けられたことにより、交付金合併が正面から認められることになった。そして、条文の文言上「正当な事業目的」は規定されなかったが、現行会社法下においても、例えば、累積未払の剰余金配当額のある優先株式を普通株式に替えることを強制する目的でペーパー・カンパニーを存続会社とする吸収合併を行う場合、あるいは少数株主を会社から排斥する目的でペーパー・カンパニーを存続会社とする交付金合併を行う等の場合に、「正当な事業目的」を欠くことから、当該合併に関する株主総会決議が特別利害関係人の議決権行使によって行われた場合には、「著しく不当な決議」（会社法831条1項3号）であり、決議取消事由（合併の効力発生後においては合併無効事由）が存在するという見解が依然として存在している。⁽⁶⁸⁾

その理由は、立法の経緯を踏まえるならば、特別決議によって、少数派株主を追い出す結果になるような企業再編行為が認められるのは、その企業再編行為に正当な事業上の目的があるということ以外には正当化できないし、総会決議の有効性を争うことを認めなければ首尾一貫しないというものである。⁽⁶⁹⁾

他方、少数派株主の締め出しについて「正当な事業目的」は不要であるとの見解も存在する。この見解の理由は、対価の柔軟化を認めたのは、交付金合併制度を導入し、少数株主が一掃されることで企業価値が高くなりうるという判断が存在したからである。とすれば、少数株主を追い出すことを主たる目的としているということ「正当な事業目的」がな

いと評価するのは矛盾している。対価の柔軟化を認めた背景には、少数派株主を締め出すことで企業価値が増大しうるという判断が存在したはずであり、それを目的とする組織再編行為が許されないなら、何のために対価柔軟化を認めたのかわからなくなる。対価が適正である場合に、許されない企業再編というのは具体的にどのような類型の行為であり、なぜそれが許されないのかということは想定し難い。どことなく濫用防止策が必要という程度の認識で「正当な事業目的」という新たな実体要件を持ち込むことは無用の混乱をもたらすだけであるとするものである⁽⁷⁰⁾。

少数派株主を排除することにより企業価値が高まるというのが交付金合併等を認めた趣旨であるなら、少数株主を追い出す事を主たる目的としていることを「正当な事業目的」がないと評価し、企業再編を許されないとするのは矛盾していると考える。しかし、累積未払の剰余金配当額のある優先株式を普通株式に替えることを強制する目的でペーパー・カンパニーを存続会社とする吸収合併を行うという場合、あるいは、違法または不適法な行為などにより、対象会社の株価が一時的に低下している状況に乗じて締出しを行うような場合、会社にとって都合のよい情報を任意かつ一方的に市場に提供した上で、株価が低迷したタイミングを見計らって少数株主の締出しを行う場合、企業価値が毀損させる行為が行われたあとで少数株主に対する説明責任を免れる目的で少数株主を締め出す場合など、明らかに濫用的な類型も依然として想定しうる。とすれば、少数派株主の締出しに「正当な事業目的」を要求する見解は現行会社法においても十分存在価値はあるものと思われる⁽⁷¹⁾。

なお、会社法831条1項3号は「特別利害関係人」が議決権を行使することが必要であるが、取締役である支配株主は「特別利害関係人」にあたるであろうか。この点、企業価値向上のため株主の入れ替えを行う場合、新株主となることが予定されている支配株主が既存株式を有し、取得後の株主総会決議に参加できるのであれば、その者は特別利害関係人と評価できる。また、株式取得の対価が低ければ低いほど支配株主は

多くの利益を得ることができる。この点からも、取締役である支配株主は「特別利害関係人」とであると評価できよう。

ウ．取締役の違法行為の差止め請求（会社法360条）

第二段階取引を争う方法として、これまで述べてきたように、「ア．株主総会決議無効確認の訴え」、「イ．株主総会決議取消の訴え」で当該株主総会決議の効力を争うことが可能である。しかし、いったんなされた組織再編行為を無効にし、または取消して、現状を回復することは既に多くの利害関係人が生じた後なので、裁判所がこのような判決を出すことを躊躇することが考えられる。とすれば、株主総会決議を事前に差し止めることはできないだろうか。

この点、略式組織再編行為（会社法784条2項・796条2項）においては、現行会社法により、当該行為の差止めを求める手段が用意された（会社法784条2項・796条2項）。しかし、これ以外の組織再編行為においては、特別の規定は用意されていない。もっとも、だからといって、会社法360条の取締役の違法行為の差止め請求（会社法360条）を排斥する趣旨だと考える必要はないと思われる。

「1.(1)ア．」第一段階取引（TOB）を争う手段としての取締役の違法行為の差止め請求の箇所でも述べたように、会社法360条の規定では、取締役が法令もしくは定款に違反する行為をしたことが問題となるが、「(2)ア．」株主総会決議無効の訴え（会社法830条2項）で述べて来たように「ア 1．」全部取得条項付種類株式の限界、「ア 2．」株主平等原則違反といった理由によって第二段階取引は違法なものであると評価できる可能性がある。

次に、この規定で問題になるのは、MBOは一般に企業価値を向上させることを目的として行われるものであるので、「会社に著しい損害」または「回復することができない損害」が生ずるおそれがあるといえるかが問題となるが、この点に関して、既に「1.(1)ア．」で述べたこと

と同様なので割愛したい。

以上、「1.」では本稿の中心的課題である少数派株主が会社から閉め出されず株主としてとどまる利益の保護について論じてきた。「2.」以下では、会社法172条1項以外の金銭賠償の手段等について検討することとする。

2. MBOの実施過程の取引に関与した対象会社取締役の責任を追究する手段

MBO実施過程の取引に関与した対象会社取締役等の責任を追究する手段としては、善管注意義務違反に基づく会社による損害賠償請求(423条1項)、第三者による損害賠償請求(429条1項)が考えられる。

(1) 善管注意義務違反に基づく会社に対する任務懈怠責任(損害賠償請求責任)の追究(会社法423条1項)

少数派株主は、6カ月前(定款でこれを下回る期間が定められている場合はその期間より前)から引き続き株式を有している場合⁽⁷²⁾、会社が変わって取締役等の会社に対する責任を追究することが考えられる(会社法847条)。会社法423条1項の取締役の会社に対する損害賠償責任が認められるためには、行為者が取締役であること、行為者がその職務に関して任務を懈怠したこと、行為者に任務懈怠について過失(帰責事由)があること、会社に損害が発生したこと、任務懈怠と損害の発生との間に相当因果関係があること、以上の各要件が必要である。以下各要件について検討する。

まず、行為者が取締役であることが必要であるが、MBO指針は「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること」と行為者を定義している。この定義からすれば、MBOは現経営陣すなわち取締役等の主導によって行われるものなので、この要件をみたく。

次に、取締役がその職務に関して任務懈怠があったことが必要である。ここで注意すべきなのは、取締役は会社に対して任務を遂行すべき義務を負うのであり、株主に対して直接的な義務を負うとは条文上規定されていない点である。そのため、少数派株主が取締役に対して株主に対する善管注意義務あるいは忠実義務に違反するとして損害賠償請求することはできず、あくまで、会社に対する任務懈怠があり、善管注意義務あるいは忠実義務に違反したと主張せねばならない。英米法のもとでは、取締役が少数派株主に対して直接に信認的法律関係 (fiduciary relationship) があり、したがって株主に対する誠実義務あるいは信認義務 (duty of loyalty) を負っているとされる。一方、わが国ではこのような規定は明文上存在しないため、株主との関係をどのように法律構成すべきか問題となる。⁽⁷⁴⁾

ア. 株主に対しても付随的に善管注意義務、忠実義務を負うとする説

この点、第一に、取締役は会社に対して善管注意義務、忠実義務を負うが、付随的に株主に対してもこれらの義務を負うことが考えられる。

株式会社は営利を目的とすることを前提としている。営利とは、単に会社が対外的な営業活動によって、会社自身が利益を獲得することだけでなく、その事業から生ずる剰余金を株主に分配することを意味する。⁽⁷⁵⁾つまり、対外的な活動から利益をあげることによって新たな富 (wealth) を生み出し、株主に利益をもたらすことが会社の目的である。会社はその目的を実現するために設立され、取締役はその目的を実現するために職務を行い、また義務を負う。とすれば、取締役は富を創出し株主の利益を向上させる義務を負っていると考えることができる。会社と取締役との間には委任契約が存在するが、委任契約の本旨としても、会社のために職務を遂行し、会社の利益を図ることはひいては株主の利益にもつながる。このことを考慮するなら、株主の地位は、信託の受益者のようなものであると考えることができる。受益者が存在する場合、

直接の契約関係がなくても、受益者のため取締役は利益をはからねばならない。とすれば、取締役は直接的な契約関係がなくとも、会社に対する善管注意義務・忠実義務が付随的に株主に対して及んでいく場面があると想定できる⁽⁷⁷⁾。

このような見解に対して、平成17年6月15日東京高裁決定⁽⁷⁸⁾は「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限（新株予約権・著者注）の行使にあたって、株主にいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される」という言い方をしている。これを文字通り受け取ると、裁判所もまた、取締役は本来的に株主の利益につながる行為を行う必要があると考えているようにも解することができよう。

イ．法令違反としての金融商品取引法

たとえば、株主・投資家に対するより厳格な情報開示を求める金融商品取引法の規定から、取締役の善管注意義務、忠実義務の内容として少数派株主に対する義務を負っていると考える余地がある。

すなわち、金融商品取引法27条の10は、公開買付けをされる株券等の発行者は、公開買付開始公告が行われた日から10営業日以内に、当該公開買付けに関する意見等、所定の事項を記載した意見表明報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないと規定している。この規定は、TOBが行われた際、当該 TOB に関する取締役等の意見を開示することで、投資者を保護するとともに証券市場の信頼性を確保することを趣旨とするものである。意見表明報告書の様式の記載上の注意には、公開買付け等に関する意見表明にあたって、意見の内容としては「公開買付けに応募することを勧める」、「公開買付けに応募しないことを勧める」、「公開買付けに応募しないことを勧める」、「意見の表明を保留する」という文が例として挙げられている。また、開示資料は、公開買付けに応募するか否か選択すべき状況にある株主の立場を十分に考慮したうえ、意見の内

容に加えて、わかりやすく具体的に意見の根拠及び理由を述べ、株主のTOBへの応募の是非を判断するための的確な情報を提供すべき旨が書かれている。

この金融商品取引法27条の10に基づいて、意見表明報告書を作成し、内閣総理大臣に提出することは、取締役の職務である。とすれば、例えば取締役が市場に出していない情報を隠したまま意見表明報告書を作成し、株主に対して公開買付けに応募するよう勧めたような場合には、合理的な根拠に基づいて株主に対して情報を開示したことになるので、任務懈怠が認められると考えることができる。⁽⁷⁹⁾

任務懈怠について取締役等の過失（帰責事由）を要するか。

会社法423条1項は民法415条の債務不履行責任の特別規定ということができ、過失責任であるとするのが判例の立場である。⁽⁸⁰⁾ 会社法428条1項も、自己取引に関する責任の特則としてだが、「任務を怠ったこと」と「責めに帰することができない事由」を区別している。したがって、任務懈怠があったとしても過失（帰責事由）がなければ責任は負わない。任務懈怠と過失（帰責事由）とを別の要件と解すべきである。⁽⁸¹⁾

では、任務懈怠につき過失を要するとしてどちらがその証明責任を負担すべきか。この点、取締役の任務は、いわゆる手段債務であり、その不履行は不完全履行にあたるのが一般的である。したがって、取締役の責任を追及する側が、問題とされている取締役の行為が会社に対する関係で取締役の受任者としての債務の本旨に従った履行でないこと（任務懈怠があったこと）を主張・立証しなければならないとも考えられる。しかし、MBOにおいては、構造的に取締役の利益相反取引の問題が存在しているので、利益相反取引に関与した者が証明責任を負うべきとする会社法423条3項の趣旨に鑑み、任務懈怠がなかったことを証明する責任を取締役に負わせるべきであろう。⁽⁸²⁾

MBOにおいて過失（帰責事由）が認められる場合とはどのような場合であるか。取締役は、その善管注意義務違反の業務執行行為により会

社に生じた損害を賠償する責任を負う。しかし、取締役の業務執行は、不確実な状況で迅速な決断をせまられることが多い。したがって、善管注意義務がつけられたか否かの判断は、(A)行為当時の状況に照らし合理的な情報収集・調査・検討等が行われたか、および、(B)その状況と取締役に要求される能力水準に照らし不合理な判断がなされなかったかを基準になされるべきであり、事後的・結果論的な評価がなされる⁽⁸³⁾ならない。MBOの実施過程について取締役によってなされる意思決定についてみると、(A)MBOの実施・不実施に関する意思決定、および(B)MBOを実施するとして、買収価格に関する意思決定の二つの意思決定が存在する。さらに、MBOの実施過程においては、利益相反の問題や情報の非対称性の問題を不可避免的に内在しているため、意思決定を適正かつ公正に行うためには、(X)実体面は当然のことながら、(Y)手続面においても、それぞれの決定過程の適正性・公正性を確保するための措置が必要となつてこよう⁽⁸⁴⁾。

「ア。」のように取締役の会社に対する善管注意義務・忠実義務が付随的に株主及んでいくと考えた場合、取締役は富を創出し株主の利益を向上させる義務を負っていると考えることができる。取締役によってどのような判断がなされた場合に、著しく不合理で不適切であると評価できるであろうか。

この点、(A)MBOの実施・不実施に関する意思決定に関しては、(X)実体面においては、対象会社取締役等は、一般株主含め株主全体の共同の利益の確保のため、合理的な情報収集・調査・検討等を行い、当該状況下において取締役に要求される能力水準に照らして合理的な判断を行うことが必要になる。具体的には、対象会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等の観点から、一般株主を含む株主全体の利益となるか、経営陣・大株主の利益のみを志向し一般株主(少数派株主)にとって不利なものになっていないかについて検討することになる。 (Y)手続面に関しては、利益相反関係にある取締役の取締役会決議からの排除は行

われていたか、監査役からの賛同の取得を得ていたか、社外取締役および社外監査役に対する諮問を得ていたか、外部専門家からの意見聴取を得ていたか、社外有識者等からなる特別委員会等を設置していたかなどの点を総合的に考慮することが必要となる⁽⁸⁵⁾。

(B)買収価格の決定に関しては、(X)実体面に関して、対象会社取締役は、買収価格の適正性および公正性について、TOBに応じない株主に強圧性を有する強圧的二段階買収となっていないだろうか。経営陣による意図的な情報操作等情報の非対称性により買収価格が不当に低く抑えられていないかの点について、独立したファイナシャル・アドバイザーを起用し、フェアネス・オピニオンを取得する等、合理的な情報収集・調査検討を行い、当該状況下で取締役に要求される能力水準に照らし合理的な判断が行われていたかが考慮されよう⁽⁸⁶⁾。(Y)手続面に関して、MBOに直接参加しない取締役であっても、MBOに参加する買収者側の取締役との間の人的・心理的關係等から、対象会社のために、買収者との間で、買収価格に関して、実質的に独立当事者間の取引と同様の交渉プロセスを経ることは事実上困難である。そこで手続面においても、特別委員会等を設置したり、ファイナシャル・アドバイザー等を代理人として起用したりして、買収価格に関する実質的な交渉を行うプロセスを確保されていたかどうか、また経営陣を含めたオークションを実施し他の買収希望者を募るなど、買収価格決定過程の適正性・公正性を確保する措置をとっていたかどうか問題となる。このような他の買収者の買収提案の可能性を確保するための一定の買付期間を確保する措置が取られていたか等の事情が総合的に考慮されると思われる⁽⁸⁷⁾。

「イ。」のように金融商品取引法27条の10に違反するとの見解をとった場合も、「ア。」同様に取締役等は、当該TOBの実施または当該TOBに賛同するに至った意思決定過程、利益相反回避措置をとっていたかを含め、充実した情報開示を行ったかが争点になると思われる。

会社に対する損害の発生については、取締役が善管注意義務・忠実

義務に違反した違法な MBO のスキームを行い、その違法なスキームにしたがって一般株主（少数派株主）が所有する株式に買取代金を支払うことになれば、これは違法な支出となり、これにより会社に損害が生じたことになると構成できよう。この場合、 の相当因果関係も認められると考えられる。

(2) 第三者による取締役等に対する損害賠償（会社法429条 1 項）

会社法429条 1 項の責任が認められるための要件としては、 行為者が取締役等であること、 行為者がその職務に関して任務を懈怠したこと、 行為者が任務懈怠について悪意または重大な過失があること、 第三者に損害が発生したこと、 任務懈怠と損害の間に相当因果関係が存在することの各要件が必要である。

現経営陣が主導した任務懈怠については、(2)の取締役の善管注意義務、忠実義務で検討してきたように、直接の契約関係がなくても、受益者である株主のため、取締役は職務を執行するとともに、併せて、利益相反を避ける義務が存在すると解することができよう。そうであれば、利益相反的な MBO の二段階取引を行った場合、あるいは、より直接的に金融商品取引法27条の10による意見表明報告書による株主に対する説明責任を尽くさなかった場合などについては、任務懈怠を認めるとともに、併せて、その任務懈怠行為について悪意・重過失（帰責事由）を認めることができよう。

の損害の発生については、取締役が株主に対しても善管注意義務ないし忠実義務を尽くしていたならば少数株主が得られたであろう公正な価格と、実際に少数株主に提供された価格の差が、少数株主の被った損害であると考えられることができる。

なお、株主が会社法429条 1 項における「第三者」にあたるかにつき争いがあるが、上場会社株主のように、会社経営についてほとんど関与できない場合については、会社債権者と同様に、取締役等の行為によっ

て会社が損害を被った結果として、間接的に株主が被った損害（間接損害）については、取締役に対する損害賠償請求権を有するものと解することができる。これは多数説・下級審判例⁽⁸⁸⁾の立場でもある。

株主が取締役の対会社責任を追及するため代表訴訟を提起するためには、様々な制約があることから、代表訴訟によって株主の間接損害が完全に回復されない場合が十分に想定される。この点を重視すれば、少なくとも、上場会社の株主については、その間接損害についても取締役に対し会社法429条1項の責任を追及できると解すべきであろう⁽⁸⁹⁾。

3. MBO実施過程の取引を実行する買収者または対象会社の責任を追及する手段

この方法としては、支配株主に対して民法709条の不法行為責任を追及することが考えられる。不法行為責任が認められるための要件として、故意・過失の存在、違法性（他人の権利または法律上保護される利益の侵害）、損害の発生、故意過失による行為と損害との間の相当因果関係が必要である。

まず、支配株主に故意または過失があったことが必要である。この点、今日不法行為が極めて高度な企業活動をも含んでいることを考えると、内心の心理状態を問題とする主観的過失概念ではとうてい対応できず、客観的過失概念が適合的なことは明らかである。このため、一般に過失は、損害発生の予見可能性があるのにこれを回避する結果回避義務を怠ったことと定義される⁽⁹⁰⁾。支配株主は同時に取締役等であるので、少数株主を追い出す際には、支配株主は双方が独立した当事者として公正な取引を行い、公正な価格を提供する義務を負っていると考えることが出来る。とすれば、二段階取引において一般株主に強圧性の問題を生じさせ不正な取引を行ったり、情報の非対称性を利用して公正な価格よりも安い価格しか提供しない場合には、取締役は結果回避義務違反があることになる。

違法性に関して、少数派株主は会社から締め出される際に、公正な価格が支払われる権利を有しているが、公正な価格よりも低い価格しか提供されていない場合は、公正な価格が支払われる権利を侵害されているといえる。

公正な価格と実際に提供された価額との差額が損害となる。公正な取引により公正な価格が支払われていれば損害が発生しなかったはずであるので相当因果関係も認められる。

註

- (47) 池永 = 小館 = 十市前掲註36) 2頁 ~ 3頁。
- (48) 山口勝之 = 土肥慎司 = 藤井宏樹「MBOにおける取締役の善管注意義務」『ビジネス法務』7巻6号(2007)23頁。
- (49) この点、立法担当者は、二段階目の組織再編の際の公正な価格は一段階目のTOB価格を基準にしていたようである。(相澤哲ほか『論点解説新・会社法』682頁(商事法務、2006年参照))。
- (50) 永朝 = 小館 = 十市前掲註36) 3頁。田中亘「ブルドックソース事件の法的検討(下)」『商事法務』1810号17頁。清原 = 田中・前掲註40) 16頁。田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩 = 中山龍太郎編筆『企業買収防衛戦略』(商事法務、2006) 234頁、251頁 ~ 260頁。
- (51) 池永 = 小館 = 十市前掲註36) 3頁。
- (52) 弥永真生「著しく不当な合併条件の差止め・損害賠償請求」黒沼 = 藤田編・前掲註51) 631 ~ 632。田中亘「組織再編と対価柔軟化」『法学教室』304号(2006年) 82頁。
- (53) この点、2009年10月19日、吉本興業の個人株主等が公開買付会社(クオンタム)、吉本興業、吉本興業経営陣を相手どり民法709条に基づいてTOBの差止を求めている。しかし、差止訴訟の提訴時期が遅く、裁判が開始する前にTOBが成立し、裁判が開始した第1回の期日後の1月末の臨時株主総会で、少数派株主をスクイーズアウトする株主総会も成立してしまった。このため、差止訴訟は訴えの利益がなくなってしまうが、会社法360条の取締役の違法行為の差止請求によらず敢えて民法709条による差止請求を選択したのは、会社法360条の「会社に対する損害」の要件を充足するのが困難であると弁護団が判断したからではないかと推測される。
- (54) 清原 = 田中・前掲註40) 20頁。なお、改正前証券取引法192条では、

「裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、内閣総理大臣又は内閣総理大臣及び財務大臣の申立てにより、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる。

二 裁判所は、前項の規定により発した命令を取り消し、又は変更することができる。

三 前二項の事件は、被申立人の住所地の地方裁判所を管轄とする。

四 第一項及び第二項の裁判については、非訟手続法の定めるところによる。」としていた。

- (55) 笠原武明「全部取得条項付種類株式制度の利用と限界」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲次郎先生還暦記念 企業法の理論 上巻』（商事法務、2007年）235頁～238。
- (56) 法制審議会会社法（現代化関係）部会・会社法法制の現代化に関する要綱試案第四部第三6（二）（平成15年）。
- (57) 藤田友敬「組織再編」商事法務1775号55頁～65頁。法制審議会会社法（現代化関係）部会第31回会議（平成16年11月17日）議事録参照。発言者は不明であるが「従来は、要するにこれは多数決による100%減資の話ですけれども、定款で定めを置いていないものについて、そういうことができるのはおかしいのではないかという指摘があり、そこで——一種のこれは種類株式になるのですね——実質は100%減資をして、例えば普通株式を100%減資して、また別の普通株式を出すのですけれども、一応違う種類だと。一方は多数決で会社が取得できるという種類の株式である。観念的には、法律構成としてはそういうことになる。そういう定款変更手続をして、そして取得する。法律構成としてはそういうことになる」という発言がなされている。
- (58) 議事録前掲註（57）参照。発言者不明であるが「そういうことで、前回の案の方がよかったのではないかと思いますけれども、どうもこれもやむを得ないので、解釈上そういうことだと、前回どおりこれは正当事由が要る、はっきり言えば100%減資ができる正当事由があるケースについてのみ適用ある規定である、そういう解釈で、ただ文言はどうもこれ以上にはなかなか難しい解釈でありまして、少しでも分かりやすい規定にするようになお御努力はいただきますけれども、一応御了解いただけますでしょうか。解説を書かれる方は、これはそういうことだということを、どういう経緯で入ったかということ、とにかく趣旨の誤解を与えないような解説の書き方をお願いしたいと思います」なる発言がなされている。
- (59) 笠原前掲註55）240頁。

- (60) 本稿の全部取得条項付種類株式制度の利用の限界と株主総会決議無効についての見解は、註60の笠原武朗准教授の論文によるところが大きい。もっとも、笠原准教授は、全部取得条項付種類株式の利用について一般的に「正当事由」等を要求するのは難しいという見解を採られている。また、交付金合併の場合、全部取得条項付種類株式の利用の場合を問わず、多数派株主の主導により少数派株主の締め出しが行われる場合については、別の問題として考えておられるようである。
- (61) 玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任——少数株主の締め出しを中心に」『会社法・金融法の新展開 川村正幸先生退職記念論文集』（中央経済社・2009）305～306頁。
- (62) 玉井前掲註61）311頁。
- (63) 江頭憲次郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣・2001）263頁以下。
- (64) 江頭憲次郎＝森本滋＝相澤哲＝永井智亮「『会社法性の現代化に関する要綱試案』をめぐって」商事法務1685号21頁。
- (65) 上村達男「『会社法の現代化に関する要綱試案』の論点（5）会社の設立・組織再編」商事法務1687号13頁。
- (66) その他「正当な事業上の目的」以外の審査基準として、カナダのオンタリオ州の証券規制にならい、取引についての質の高い情報開示、独立した評価人による評価、少数派の多数の賛成をとという基準で少数株主の締め出しを可能とすべきであるとする見解も存在した（中東正文「M & A 法制の現代的課題（上）」商事法務1658号13頁）。
- (67) 弥永真弥『リーガルマインド会社法 [第9版]』（有斐閣・2005）376頁。
- (68) 前掲江頭註11）810頁参照。
- (69) 弥永前掲註67）376頁。
- (70) 藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」（ジュリスト1267号109頁。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号81頁）。
- (71) 池永＝小館＝十市前掲註36）5頁。ただし、このような明らかに濫用的な事例の場合、明文に存在しない「正当な事業目的」という要件の要否についてわざわざ論ずるよりも、端的に、第二段階取引が「著しく不当な決議」（会社法831条1項3号）に該当しないかについて検討することによっても解決が図れるのではないかと考えられる。
- (72) 公開会社でない会社の場合には単に株主であればよい（会社法847条2項）。
- (73) 弥永前掲註67）192頁～193。取締役と会社の関係は委任の規定にしたがうので、取締役は善良な管理者としての注意義務を負い（330・402条3項、民法644条）、また忠実義務を負う（会社法355条、419条2項）。忠実義務の規定は、善管注意義務の内容を具体的かつ注意的に規定したにとどまり、両者の内容は同質であるとするのが判例の立場である。

- (74) 例えば、アメリカの多くの州では、少数派株主を保護するために、取締役だけでなく支配株主も少数株主の受任者（fiduciary）とされ、支配株主は少数株主に対し信任義務・公正義務を負うとされている。（玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任 少数株主の締出を中心に」『会社法・金融法の新展開 川村正幸先生退職記念論文集』（中央経済社・2009）299頁参照）。
- (75) 弥永前掲註67）7頁。
- (76) 玉井前掲註61）302頁。
- (77) 清原健 = 田中亘「MBO = 非公開化取引の法律問題 — 求められる取引の公正性確保 —（後）」『ビジネス法務 7巻7号（2007）67頁。
- (78) 川村正幸「敵対的買収に対する事前の対抗策として行った取締役会の新株予約権発行が著しく不公正な発行に当たるとされた事件」『金融・商事判例1227号参照。
- (79) 清原 = 田中前掲註77）69～70。
- (80) 最判昭和51・3・23（民集117号231頁）
- (81) 神田前掲註1）218頁。
- (82) 取締役は、会社に利益を生じさせることを請け負っているわけではなく、善管注意義務をつくして職務を遂行すること自体がその債務内容である。したがって、取締役の債務の本旨に従った履行のないことの証明は、同時に注意義務違反があることの証明であり、その証明がなされれば、通常、取締役が無過失を証明する余地はない。もっとも、取締役・会社間の利益相反取引である等の利害対立の事実または取締役による公益を保護する法令の違反行為等を原告が主張・立証すれば、取締役の注意義務違反の存在が推定され、取締役側が相当の注意を尽くしたことを証明する必要に迫られることはありうる（423条3項）。
- 江頭前掲註11）434頁（註4）参照。
- (83) 江頭前掲註11）433頁。
- (84) 山口 = 土肥 = 藤井前掲註48）25頁。
- (85) 山口 = 土肥 = 藤井前掲註46）23～28頁。
- (86) この点、前掲サイバードホールディングス東京地裁決定は、会社法171条1項により裁判所による株式取得価格が争われた事件であるが、取締役等が自ら経営する会社やMBOの資金調達にあたるファンドとSPCから独立したファイナンシャル・アドバイザーを指名するとともに、法律顧問の助言を受けて、社外取締役二名を含む独立した第三者委員会を設置した。そして、第三者委員会にTOBを含むMBOの可否およびその条件についてファンドグループとの間で協議・交渉をあたらせ、経営陣に対して意見を提出する委託決議を行わせた結果、第三者委員会は、買収防衛策を条件付で廃止することを前提として、TOBを含むMBOの実行

に賛同する旨の答申を行うことを決議した。裁判所は経営陣による第三者委員会の設置を重視し、経営陣が提示した全部取得条項付種類株式の取得の対価を公正なものだと判示している。

- (87) 山口 = 土肥 = 藤井前掲註48) 28 ~ 30頁
- (88) 東京高裁平成17年1月18日判決。金融・商事判例1209号10頁以下参照。
- (89) 弥永前掲註67) 223 ~ 224頁。
- (90) 内田貴『民法 債権各論 第2版』(東京大学出版会・2007) 319頁。

V. おわりに

以上、本稿では、MBOの意義とその類型を確認し、一般的なMBOで取られる法的手続きについて検証し、そこに潜在する問題をあきらかにするとともに、少数派株主を会社法172条1項以外の手段で保護できるかどうかについて検討をくわえてきた。

MBOというとは何か新しいもののような印象を受けるが、本稿の冒頭でも触れたようにLBO (levalaged-buy-out) の一類型であり、本稿「」MBOの法的手続きにおいて検証した手続きによってなされるものである。一時期世間の耳目を集めた敵対的買収もMBOもその手続きにおいては、特別目的会社を設立し、金融機関から資金調達をして、買収対象会社に対して株式公開買付(TOB)を行い少数派株主を締め出すための株主総会決議を行うという点でなら変わりはない。

例えば、ブルドックソース事件では、スティールパートナーズ(以下SPとする)というアメリカの投資ファンドが、SPがその持分の100%を有する、株式等の買付けを行うことのみを目的として設立されたスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド エス・ピー・ヴィー・エル・エル・シー(以下SPVとする)という特別目的会社(SPC)等を用いて老舗ソース会社であるブルドックソースを買収対象会社としてTOBを仕掛けた。ブルドック側は買収防衛策として、スティールによる経営権取得がブルドックの企業価値を毀損し、ひいては株主共

同の利益を損なうものであることを理由に、ブルドックが全株式に1株につき3個の新株予約権を発行して、スティール以外の株主には新株予約権1個につき1個の株式と、スティールについては株式相当額の金銭を交付することをあらかじめ株主総会の特別決議を経ておこなって、新株予約権を買い取る手法によりスティール側の持ち株比率を4分の1に引き下げようとした。これに対してスティール側は新株予約権の発行の差止めを求めたが、最高裁はブルドック側の対抗策を適法と認めた。しかし、仮にブルドックソースの防衛策が失敗に終わっていた場合、SPVは株主総会決議で旧経営陣を追い出し、SP側の経営者がブルドックソースの実質的所有者となっていたはずである。

敵対的買収とMBOの違いは、現経営陣と関係のない外部のファンド等がTOBを含めたLBOの取引に関与するか、現経営陣が主導となって自ら経営する会社に対してLBOを行うかの違いでしかないのである。しかし、MBOにおいてはもっぱら会社法172条1項による裁判所による公正な株式取得価格の決定の問題として扱われてきたのは、同じLBOの一種である敵対的買収の場合と矛盾してはいないだろう⁽⁹¹⁾。

ブルドックソース事件において敵対的買収は失敗におわったが、SP側はブルドックソースが、新株予約権の無償割当てを行おうとした際、会社法247条の類推適用で、新株予約権の無償割当てを差止めようとした。この規定は会社の実質的所有者である株主の意向に反して取締役が新株予約権の発行を行えば、所有と経営を分離した会社法の建前が崩れることを前提としたものである。また、TOBという早い段階で差止めを認めることによって、当該LBOによる利害関係人が増加する前に、紛争を解決しようという狙いもある。

MBOにおいては、多数派株主と取締役が重なっているため、ブルドックソース事件の場合よりも取締役と一般株主の間の利益相反の程度は高いといえる。しかし、MBOにおける取締役は多数派株主であると同時に買収者であるため、対抗措置をとる必要もなく、それに対する差止め

の規定も設けられていない。しかし、ブルドックソース事件と同様に、MBO において根本的に問題になるのは、敵対的買収者が現経営陣であるかの違いはあるとはいえ、会社の実質的所有者をだれにするのかという問題である⁽⁹²⁾。とすれば MBO における第一段階取引である TOB においても少数派株主に対して差止め請求をする権利を与えた方が立法政策として整合的ではないかと考える。利害関係人が多数生じた後の、二段階取引以降についてのみ価格賠償を中心とした形で争わせる手段しか存在しないというのでは少数派株主に対する対抗手段があまりに限定されてしまうと思われる。

以上、本稿では MBO において、株主が対象会社の事業へ投資を継続できる「締め出されない」利益の保護といったことを中心に少数派株主の保護について検討した。機会があれば、次稿ではさらに各論的検討として、会社法172条 1 項による公正な価格の算定基準について検討してみたい。

註

(91) もっとも、2010年4月15日、吉本興業の MBO (被告会社は単なる TOB であると主張している) をめぐって、一般株主が少数派株主を締め出す株主総会決議 (二段階決議) に関して無効確認、取消訴訟を大阪地裁に提訴している。弁護士は2009年10月19日、吉本側の TOB (第一段階取引) に対しても709条に基づく差止を求めたが、その際は全部取得条項付種類株式の限界を立法経緯から遡って違法性を基礎づけるものであった。今回の二段階決議の無効確認および取消訴訟ではどのような判決が出るか注目されるところである。

(92) 清原 = 田中前掲註77) 66頁。池永 = 小館 = 十市・前掲註34) 6頁。野村修也「会社法における「株主排除」の法理とその限界 ブルドックソース事件と MBO の規制の動向を中心に」月刊資本市場2007年11月第267号 74頁参照。