

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 1 日現在

機関番号：33917

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530105

研究課題名(和文) M & A取引における株主救済法理の再構築

研究課題名(英文) A study on judicial remedies in M&A transactions

研究代表者

玉井 利幸 (TAMAI, Toshiyuki)

南山大学・法務研究科・教授

研究者番号：90377052

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 4,000,000円

研究成果の概要(和文)：M&A取引において取締役は対象会社の有形・無形の経営資源やそれに対する支配権が、それを用いて最も高い価値を生み出しうるとされる者に移転するようにする義務を負うと考えるべきである。そのようなM&A取引が完了する可能性を高めるために、付随的に、M&A取引の相手方からできるだけ多くの対価を引き出すようにする義務も負うと考えるべきである。当該義務違反の有無を審査する裁判所は、取締役・支配株主の利益相反の懸念の大きさに応じ、審査方法を変えるべきである。

研究成果の概要(英文)：In the context of M&A transactions the director of a target corporation should owe the duty to transfer the tangible and intangible assets and resources of the target to the acquirer that could maximize the value of them. The director should also owe the auxiliary duty to get the better consideration from the acquirer in order to maximize the possibility to consummate the transaction. The courts which decide whether the director breached his/her duty should use the various standards of review in accordance with the degree of the conflict of interests.

研究分野：民事法学 商法

キーワード：M&A MBO 締出取引 取締役の義務 支配株主の義務

1. 研究開始当初の背景

本研究の申請を行ったのは 2011 年秋である。その頃には、日本においても、MBO や支配株主による少数株主の締出取引のように、取締役と株主、支配株主と少数株主との間で構造的に利害対立が生じる M&A 取引が行われることが珍しくなくなっていた。伝統的には、取締役と会社の利害対立に関する規律が会社法の中心的課題であり、判例法理もそれに対処するために発展してきた。そのため、このような取締役・支配株主と株主との間の利益相反を規制し、株主に救済を与える制度の整備や法理の発展は十分ではなかった。本研究は、その欠落部分を埋めることを意図していた。

2. 研究の目的

申請時における本研究の当初の目的は、M&A 取引、特に構造的利益相反 M&A 取引における株主の救済を実効性のあるものにするために、M&A 取引において対象会社の取締役や支配株主が負うべき義務の内容を明らかにし、その義務を M&A 取引の差止めを求める裁判のなかでエンフォースする方法を示すことにあった。

3. 研究の方法

日本と米国の判例や学術論文を中心とする文献調査の手法を用いた。法学的な方法論としては、アメリカ州会社法、特にデラウェア州会社法と日本の会社法の比較法的手法を用いた。

4. 研究成果

(1) 研究の主な成果

M&A 取引における取締役の義務

会社の目的・存在意義は、新たな価値を創造し、社会に新たな富を創造することにある。会社に対して義務を負う取締役は企業価値を最大化することが求められている。M&A 取引の場面でもそれは同じであり、M&A 取引を行うのであれば、企業価値を最大化するような M&A 取引を行うことが求められていると考えるべきである。企業価値を最大化するような M&A 取引とは、対象会社の有形・無形の経営資源を用いて最も高い価値を創造しうる者（このような者を以下では便宜的に「最高利用者」という）に対象会社の経営資源やその支配権（以下では対象会社の有形・無形の経営資源やそれに対する支配権のことを「対象会社等」という）が移転するような M&A 取引であると考えられる。そのた

め、取締役が会社に対し負っている企業価値最大化義務は、M&A 取引の場面では、対象会社等が最高利用者に移転するようにする義務という形になると考えるべきである。

M&A 取引のなかには、取締役会決議だけでなく、株主総会の承認も必要なものもある。対象会社の株主の観点からすると、M&A 取引の際に受け取ることでできる対価が高ければ高いほど好ましい。株主からの承認を得られる可能性を高め、対象会社等が最高利用者に移転するような M&A 取引が完了する可能性を高めるために、対象会社等が最高利用者に移転するようにする義務から派生する義務として、対象会社の取締役には M&A 取引の相手からできるだけ有利な対価を引き出すようにする義務があると考えられるべきである。

M&A 法制の目的と裁判所の役割

対象会社等が最高利用者に移転すれば、最も大きな価値の創造が期待できるので、最高利用者に移転することは社会的な観点からも望ましいと思われる。最高利用者への移転を妨げる障害を除去し、移転を促すことが M&A 法制の一つの重要な目的であると考えられるべきであり、それに資する法の創造と審査を行うことが裁判所の役割であると考えられるべきである。以下で述べるように、最高利用者への移転を妨げる障害となりうるのは取締役の利益相反であるので、取締役の利益相反が懸念される M&A 取引においては、裁判所の精査がなされるべきである。

M&A 取引を行う際は、取締役は、(1)M&A 取引を行うかどうか、(2)行うのであれば誰と取引するか、(3)対価（種類、額、割合）をどうするか、を判断する必要がある。通常は、取締役は、会社や株主の利益になるようにこれらの事項を判断していると考えられる。しかし、取締役が、会社や株主の利益よりも自己の利益を優先しており、これらの判断が歪められているおそれが典型的に高い場面もある。例えば、敵対的買収の場面や MBO の場面である。敵対的買収の場合では、買収者が最高利用者であるにも拘わらず、取締役は自己保身のために買収者のオファーを拒絶しているかもしれない。MBO の場面では、対象会社の取締役は、一般株主から安い対価で株式を取得し一般株主からの富の移転で利益を得るために、最高利用者でないにもかかわらず、取締役自身とファンドなどの資金提供者（MBO に参加する取締役と資金提供者のことを合わせて「取締役連合」と呼ぶ）を M&A 取引の相手として選択しているかもしれない。このように、取締役の判断が、取締役の自己利益の追求により歪められている可能性が典型的に高い場面では、意図的に最高利用者でない者が M&A 取引の相手に選択されている可能性が高い。取締役の利益相反が対象会社等の最高利用者への移転の重大な障害要因となりうるので、それを監視・

是正するために、裁判所の介入を必要とすべきである。

M&A 取引を行う際は、対象会社の取締役は対象会社等が最高利用者に移転するようにする義務を負うと考えるべきであるので、裁判所は、取締役がこの義務に違反しているかどうかを審査することになる。誰が最高利用者であるかは、評価や将来予測を含む判断であり、一意に確定できるものではない。そのため、裁判所は、通常は、経営の専門家であり、対象会社を熟知していると思われる対象会社の取締役の判断を尊重すべきである。しかし、裁判所は、取締役の判断が取締役の自己利益追求で歪められているおそれが典型的に高い場面では、取締役の判断が自己利益の追求で歪められていないかどうかを精査し、必要であれば是正措置を採るべきである。そうすることができるよう、裁判所は、利益相反の懸念に応じて、取締役の判断への尊重度・介入度の異なる審査方法を使い分けるべきである。

MBO は上記(2)の M&A 取引相手選択の判断と(3)の対価の額の判断が取締役の自己利益追求により歪められている可能性が典型的に高い取引であるので、裁判所は MBO を行うという判断、すなわち M&A 取引の相手として取締役連合を選択するという判断についても精査すべきである。東京高判平成 25 年 4 月 17 日金融・商事判例 1420 号 20 頁(レックス・ホールディングス損害賠償請求事件)は MBO を行う会社の取締役は公正価値移転義務を負うとした。これは上記(3)の対価額の判断の利益相反性に着目した義務であり、裁判所は、MBO を行うという判断については経営判断原則類似の緩い審査しかしていない。これに対し、米国デラウェア州では MBO を行う会社の取締役はいわゆるレブロン義務を負い、この義務に違反したかどうかを裁判所が審査する際は高度な精査(レブロン基準)という経営判断原則よりも介入度の高い審査基準が用いられる。デラウェア州では、レブロン義務を課すことにより、最高利用者を探す努力を合理的な範囲で行うことを対象会社の取締役に求めていると考えられるので、MBO に対し、上記(2)の取引相手選択の判断における取締役の利益相反に着目した規制方法が用いられていると考えられる。対象会社等の最高利用者への移転という M&A 法制の目的実現のためには、対価額の判断の利益相反に重点を置いた公正価値移転義務よりも、取引相手の選択における利益相反の監視を重視するレブロン義務・レブロン基準の方が優れている。日本においても、デラウェア州と同じように、MBO を行うという取締役の判断に精査が加えられるべきであり、対象会社の取締役が取締役連合が最高利用者であると判断したのは合理的であるかどうかを審査されるべきである。

対象会社に支配株主がいる場合

支配株主がいる会社の場合は、取締役は議決権を背景に支配株主に支配されており、支配株主の意向に反することは困難なので、取締役は上記(1)から(3)の判断についての自由が制約されていると考えられる。そのため、対象会社の取締役が最高利用者へ移転するようにする義務を果たそうと思っても、支配株主に阻まれて、果たすことができないこともありうる。対象会社に支配株主がいる場合は、M&A 取引における取締役の義務は変容していると考えられるべきである。さらに、取締役の義務を観念しただけでは不十分であり、取締役の背後にいる支配株主の義務も観念すべき場合もありうる。その典型的な場面は、支配株主による少数株主の締出取引の場面である。

締出取引において支配株主は、以下で述べるように、公正な取引をする義務を負うと考えるべきである。支配株主は議決権を背景に対象会社の取締役・取締役会と株主総会を支配しているので、取引手法を工夫すれば、支配株主は自らの望むタイミング・条件で締出取引を実行することができる。締出取引は、実質的に見ると、少数持分の売買である。締出取引においては、少数持分の買主である支配株主は、少数持分の売主(少数株主)になりかわって取引の条件を定め、強制的に取引に同意させていることになる。支配株主は少数持分の売主と買主の立場の双方に立っているといえるので、締出取引は自己契約(民法 108 条)類似の取引といえることができる。このような取引が許容されるためには、取引の双方を等しく満足させることが必要であり、支配株主が自己契約性を払拭しない限り、締出取引によって生じうる会社の価値の増加分を支配株主と少数株主の間で 1:1 の割合で分け合うような取引(公正な取引)をする義務を負うと考えるべきである。

締出取引の対象会社の取締役は、以下で述べるように、公正な取引が行われるようにする義務を負うと考えるべきである。締出取引においては、対象会社の取締役は少数株主の利益を守る必要があると考えられ、少数株主の側に立つことが求められている。その一方で、対象会社の取締役は支配株主により議決権を背景に支配されているので、支配株主と一体と見ることができ、締出取引が行われる場合、対象会社の取締役は、少数株主の側を代弁しているだけでなく、支配株主の側も代弁しているという、双方代理的な立場に立つことになる。このような立場で、締出取引から生じうる価値の増加分について支配株主と少数株主の両方を満足させるには、価値の増加分を 1:1 で平等に分ける必要がある。そのため、取締役は、締出取引から生じうる会社の価値の増加分を支配株主と少数株主で 1:1 の割合で分け合うような取引(公正な取引)が行われるようにする義務があると考えるべきである。

締出取引における対象会社の取締役と支

配株主の義務は性質が異なると考えるべきである。取締役は、支配株主が同意しない限り、公正な取引を実現することはできないので、公正な取引が行われるようにするようになる義務があると考えられるべきである（手段債務的な義務である）。支配株主は、自ら望む内容の取引を実現できる立場にいるので、公正な取引をする義務を負うと考えられるべきである（結果債務的な義務である）。

(2)研究成果の位置付け

近時、レックス東京高裁判決やシャルレ神戸地裁判決のように、MBOにおける取締役の義務について判断した裁判例が登場し、MBOにおける取締役の義務についての議論が活発になっている。本研究は、MBOにおける取締役の義務や裁判所の審査の在り方について、従来の議論にはなかった視点から具体的な提言をしており、今後の議論の発展に資するものと思われる。

平成26年の会社法改正で株式等売渡請求という制度が新設され、締出取引において対象会社の取締役は少数株主の利益を守る義務があることが示された。改正法で取締役に少数株主を保護する義務はあることは示されたものの、取締役は何をなすべきかという義務の具体的な内容は明らかではない。本研究は、その具体的な内容を示すものであり、今後の議論の発展に資する内容を有していると思われる。

(3)残された課題と今後の展望

本研究で十分に取り組むことのできなかった問題が幾つかある。一つは、支配権の移転が生じるM&A取引における取締役の義務である。支配株主がいる会社といない会社とは質的に異なると考えるべきである。支配株主がいる場合は、取締役のM&A取引に関する判断の自由が制約されるからである。支配株主は、その意に反して自己の望まない取引を強制されることはないと考えられるべきなので、対象会社等が最高利用者へ移転するようにする義務を負わないと考えるべきである。そのため、対象会社に支配株主がいる場合は、支配株主が望まない限り、取締役が対象会社等が最高利用者へ移転するようにする義務を果たそうと思っても、果たせないことになり、サブオプティマルな支配株主のところに対象会社等が留まり続けるおそれがある。対象会社等の最高利用者への移転という観点からは、新規に支配株主が形成される場面が重要である。新規に支配株主が形成され、対象会社が質的な変貌を遂げるM&A取引の典型例は公開買付けである。現在の日本の公開買付け制度は対象会社等が最高利用者へ移転する可能性を高めるような制度になっているか、友好的な公開買付けにおいて取締役の対象会社等が最高利用者に移転するようにする義務をどのようにエンフォースすべきかについては十分に検討を行うこと

ができなかった。今後の課題としたい。

もう一つは、M&A取引における取締役の情報開示義務である。M&A取引に際し開示されるべき情報は、ファイナンス情報と非ファイナンス情報に大別することができる。M&A取引における開示には、株主の意思決定のための情報提供という役割と、取締役・支配株主の利益相反の抑制という役割があると考えられる。利益相反の抑制のために、非ファイナンス情報についてどのような情報の開示がなされるべきかについて十分な検討ができなかった。これについても、今後の課題としたい。

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)

玉井利幸、MBOにおける取締役の会社に対する義務、新・判例解説 Watch 速報判例解説、査読なし、17号 2015、印刷中

玉井利幸、新株発行に無効事由がある場合における当該新株に基づく議決権行使を禁止する仮処分の可否、金融・商事判例、査読なし、1469号、2015、印刷中

玉井利幸、MBOに対する司法審査のあり方と取締役の義務 - 公正価値移転義務とレプロン義務 -、南山法学、査読なし、38巻1号、2014、101-133

玉井利幸、株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(2)、南山法学、査読なし、37巻3・4号、2014年、175-211

玉井利幸、株式等売渡請求、キャッシュ・アウト、取締役の義務(1)、南山法学、査読なし、36巻3・4号、2013、237-266

6. 研究組織

(1)研究代表者

玉井 利幸 (TAMAI, Toshiyuki)
南山大学・法務研究科・教授
研究者番号：90377052