

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 9 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2015

課題番号：25780070

研究課題名(和文)企業再編における取締役の行為規範とその実現方法

研究課題名(英文)Director's Fiduciary Duties in Mergers and Acquisitions: Rule and Enforcement

研究代表者

飯田 秀総(Hidefusa, Iida)

神戸大学・法学(政治学)研究科(研究院)・准教授

研究者番号：80436500

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,400,000円

研究成果の概要(和文)：取締役は、企業再編に際してどのように行動すべきか。取締役は、その企業再編によって企業価値が向上させること、そして、その企業再編によって株主に与えられる対価が公正であることの2点について実現しなければならない。この行為規範に違反した場合、取締役は損害賠償責任を課されることが、この規範の実現手段の中心となる。株式買取請求権が行使された場合にも、取締役の責任の判断と同様の審査基準で審査すべきである。そうすることで、不適切な行動をすれば取締役に不利益が課され、適切な行動をすればそのような不利益が取締役に課されないことになり、取締役に適切なインセンティブを与えることができる。

研究成果の概要(英文)：This research analyzed how the directors shall behave in the mergers and acquisitions. Directors must confirm both that the M&A increases the firm value and that the value given to the firm's shareholders is fair. If they breach this rule, the directors must be imposed to pay damages. This liability is the most important system to enforce the directors' duties. If the shareholders filed an appraisal right case, the court should review its case as in the directors' civil liability cases. Imposing the liability on the directors who breached its duties and not imposing it on the directors who performed according to its duties make the legal system optimal by giving the directors the correct incentive.

研究分野：商法

キーワード：民事法学 企業再編 取締役 行為規範

1. 研究開始当初の背景

わが国においては、合併比率の公正性をいかにして担保するかという議論が主になされてきている。そして、合併する2つの会社の企業価値に比例するような合併比率であれば公正であるという考え方が一般的であり、そこから逸脱するような条件で合併がされた場合の少数株主の救済策が検討されてきた。

しかし、合併は2つの会社の間での交渉を経てその条件が決まるのであるから、合併比率の公正さに着目したいわば結果論に焦点を当てた議論を行う必然性はない。むしろ、その交渉を行う取締役がどのように行動すべきなのかという問いが先決問題である。企業価値に比例するような条件で合併契約を締結すれば少なくとも不公正ではないというに過ぎない。取締役と会社の関係は委任契約であって請負契約ではないのだから、企業再編においても、結果的に株主に不利な条件で合併契約を締結したとしても、必ずしもそれが問題であるということにはならないはずである。したがって、企業再編における行為規範をまずは考える必要がある。

アメリカにおいては、この行為規範の問題については、敵対的買収においてはユノカル基準、会社の売却においてはレプロン義務、利益相反的要素のある企業再編においては完全な公正性といった審査基準や、取締役の義務として企業再編に関する重要な情報の開示の義務等が判例法において発展しており、これらへの学説による分析も相当程度の蓄積がある。

わが国においても、アメリカの状況は紹介されているが、企業再編における取締役の行為規範という形で体系化する検討はあまりなされていない。敵対的買収の議論と利益相反的要素のある企業再編における議論とは、それぞれ独立に行われるきらいがあり、両者の総合的な検討が不十分である。本研究はこのギャップを埋めようとするものである。

また、アメリカの判例法は損害賠償請求や差止訴訟において発展してきたため、取締役の義務違反のエンフォースメントという視点からの分析がわが国における研究においては主流である。しかし、取締役が行為規範に従って行動するようにするための仕組みは、訴訟に限られない。たとえば、製品市場、資本市場、労働市場、会社支配権市場といった市場からの規律もある。また、行為規範に違反した場合に損害賠償というサンクションを課すという意味で、ムチによってその行為規範の実現を図るのが唯一の方法ではなく、行為規範に従って行動した場合に報酬を与えるというアメ(企業再編の局面ではゴーイング・パラシュートが実際にアメリカでは使われている。)による行為規範の実現も考えられるところである。先行研究は訴訟というルートでのエンフォースメントに注目し、

その他のメカニズムへの配慮が不足している。

2. 研究の目的

本研究は企業再編における取締役の行為規範とその実現方法について検討する。取締役は、平時における会社の経営において、長期的な株主利益(企業価値)を最大化することが求められる。しかし、企業再編の場面においては、企業再編による企業価値への影響を考慮するだけでなく、その企業再編によって得られる利益(シナジー等)を株主にどのように分配するのかについても配慮する必要がある。利益の分配において取締役は、合理的に入手可能な最善な価格を株主に保証するように行動することが求められるのか(レプロン義務) また、もしこれが求められるとしたらその実現方法はどのようなかを研究する。

3. 研究の方法

本研究は、3段階に分けて作業を行う。

第1段階は、取締役の行為規範として価値最大化を目指すべき場合として、どのような場合があるのかを検討する作業である。その方法としては、デラウェア州法を中心とした米国法および英国法を中心とした比較法研究である。

第2段階は、価値最大化を実現すべき場合があるとして、その実現方法について検討する作業である。損害賠償請求等の訴訟による実現手段については比較法研究を行い、報酬やその他の市場メカニズムの活用については、法と経済学の手法で分析を行う。

第3段階は、以上で得られた知見を、日本法の状況と日本の会社実務の状況をふまえて日本に適した形で達成できるような仕組みについて分析する作業である。

4. 研究成果

(1) 序論

取締役は、企業買収が問題となるような場面以外の通常の場合(平時)において、会社の経営に際しては、長期的な株主利益(つまり企業価値)を最大化することが求められる。しかし、企業再編の場面においては、企業再編による企業価値への影響を考慮するだけでなく、その企業再編によって得られる利益を株主にどのように分配するのかについても配慮する必要がある。利益の分配において、取締役は、合理的に入手可能な最善の価格を株主に保障するように行動することが求められるのか(レプロン義務) また、もしこれが求められるとしたらその実現方法はどのようなかを研究した。

(2) 比較法の概要

米国法に関しては、レプロン義務のように合理的に入手可能な最善な買収価格の実現という規律の内容と、その適用場面を中心に

検討を行った。アメリカの学説は、この義務をめぐって大いに対立している。その論争を分析していった結果、日本でも、取締役は、企業買収を受け入れることがその会社の長期的な株主利益を促進することになるかどうかをまずは考えるべきであり、企業価値の向上に繋がる場合には、株主が受け取る対価が公正であるように確保するべきであるという結論に至った。また、英国法に関しては、主にシティコードにおける、公開買付けの競争をエンカレッジするルール（たとえば、買収防衛策は原則として禁止だが、他の買収者による買収を勧誘する行為は認められる）が、価値最大化を要求する規範として位置づけることができるのかどうかを中心に研究した。

（3）取締役の行為規範

その結果、雑誌論文^とにおいて、次のような成果を発表した。すなわち、レブロン義務が株主利益最大化原則とどのような関係として整理されるものか、また、会社法の体系としてどのように位置づけられるのかを検討した上で、日本の議論状況と比較し、日本法・デラウェア州法の特徴を明らかにした。買収対価の適切性について取締役の義務を観念することに関して、株主利益最大化原則から演繹的に考えるのではなく、企業買収の固有の問題である利益相反問題・最終回問題についてどのように対処すべきかを論じるべきである。また、日本法の特徴としては、買収価格の適切性に関する取締役の義務についての司法審査に際して、株主の意思の尊重と、価格に注目するアプローチという2点がある。その背景には、隣接する制度である、利益相反取引規制や、新株発行規制等との連続性が指摘できる。そのため、企業買収における対象会社の取締役の義務に変更を迫るには、これらの隣接する制度全体についてのパッケージを提出しなければ説得的ではないことを明らかにした。

また、レブロン義務について日本の裁判例で言及する判例が登場したので、この研究も行った（雑誌論文^と）。判旨は、原告の主張は米国デラウェア州の判例法上のレブロン義務を根拠とするものであり、わが国で行われたMBOに直ちに妥当するものではない、とした。また、判旨は、原告の主張する価格最大化義務はレブロン義務とは異なるという留保を付した上で、原告の主張を否定したことからすると、判旨はレブロン義務の考え方が、公正価値移転義務の基準と矛盾しない限りでは、これを否定しないというニュアンスが含意されているようにも読める。もちろん、判旨は公正価値移転義務という判断基準を採用しているから、この判断基準をレブロン義務に置き換えるということは、本判決は否定している。しかし、レブロン義務についての現在のデラウェア州の裁判例で形成されている内容は、公正価値移転義務の判

断基準で示された内容と著しく乖離するものではない。そのため、本判決の行った判断基準へのあてはめの内容と、レブロン義務で行われる審査の内容を比較して、より妥当な方向を模索する必要性があることを明らかにした。

さらに、以上のような考え方が、平成26年に改正された会社法で導入された、特別支配株主の株式等売渡請求（90%以上の株式を保有する株主は、その他の少数株主に対して、自分にその株式を売却するように請求できるという制度）においても、対象会社の取締役は何をすべきか、どのように行動すべきかを考えるにあたって重要であるから（雑誌論文[）]、本研究の成果はこの新しい制度についてもそのまま応用することができる。

（4）実現方法としての取締役の責任

独立当事者間での企業再編の場合において、取締役の責任を経営判断原則によって審査した裁判例を研究した。企業再編によって企業価値を増加させることと、企業再編について株主が受け取る対価の公正性の両面から検討すべきであることなどを示し、当該事案については、経営判断原則によって審査することが妥当であるとした（雑誌論文[）]。取締役が適切な行動をしたときに、事後的に責任を問われないということは、取締役が適切に行動をするように動機付けるために当然に必要となる。

他方、利益相反の問題のある企業再編において、取締役が不適切な行動をとった場合の取締役の責任についての裁判例の研究も行った（雑誌論文[）]。本判決は、MBOが頓挫した場合の取締役の責任という、従来、ほとんど論じられてこなかった特殊な問題についてのものである。しかし、ここで判示された内容は、その文言からすると、MBOが成立する場合の取締役の義務についても適用されるように読める。そのため、本判決は、MBOに関する理論・実務の両面にとって重要な意義を有する。本判決は、手続的公正性配慮義務とMBOの合理性確保義務とを区別した。株主利益最大化原則からすると、取締役の義務の基本は企業価値（長期的な株主の利益）の最大化にある。そのため、取締役はMBOが企業価値の最大化に資するかどうかをまずは考えなければならないといえる。MBOの合理性確保義務はこの観点を問うものと理解できる。本判決において、MBOの合理性確保義務は、手続的公正性配慮義務とは別個に位置づけられている。買収価格の公正性やその決定プロセスの公正性は、MBOによって企業価値が向上するかどうかということよりも、MBOによって向上する企業利益の分配に関する問題である。そして、ここには、株主と取締役との間に深刻な利益相反の問題がある。この利益相反の問題に対しては、経営者の判断を尊重するのは不適切である。そのため、本判決のようにMBOの合理性確保義務につい

て経営者の判断を尊重する立場をとるのであれば、これとは区別して買収価格の公正性・決定プロセスの公正性を審査することが妥当である。したがって、手続的公正性配慮義務とMBOの合理性確保義務とを区別して審査する本判決は、この観点から支持できる。ただし、手続的公正性配慮義務を買収価格の公正性と切り離して位置づけているが、疑問である。買収価格決定のプロセスが不公正であるのに、買収価格自体は公正であるという評価が可能となるケースは例外的な場合であるはずである。むしろ、対価の公正性自体を直接に判断するのは困難であるから、交渉プロセスの公正性を審査して、これが公正であれば原則として対価も公正であると扱えるという関係と考えるべきである。このように、本研究の基礎となるアイデアを使って、実際の裁判例を分析した。

(5) 実現方法としての株式買取請求権・価格決定申立て

また、株式買取請求権・全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立ての種類の裁判例を総合的に分析した。株式買取請求権・価格決定申立て事件において、不当な企業再編については申立て株主に実質的な救済を与え、適切な企業再編については申立て株主に実質的な救済を否定して不当に利益を株主が得ることのないように制度を解釈・運用することは、取締役適切に行動するインセンティブを与える観点から重要である。

具体的には、株式買取請求権・価格決定申立ての事件において裁判所が株式市場価格をどのように使っているかを明らかにするとともに、その機能を分析し、次の点を明らかにした。すなわち、裁判所は、次の2点において市場価格を参照することが多い。第1に、組織再編が企業価値を増加するものだったかどうかを判定する際、第2に、ナカリセバ価格・シナジー分配価格の算定に際してである。その理由として、最高裁は、市場価格が企業の客観的価値を反映しているからであるという点に求めている。ところが、企業価値の増減を市場価格の変化だけで判断するには限界がある。他方、ナカリセバ価格の算定について市場価格を参照することは、裁判にかかるコストを効率化するという観点から意義がある。企業再編の手続きが公正に行われたと評価される場合に、シナジー分配価格を算定する際に、市場価格が参照されるのは、申立てをした株主に不当な利得を与えないという意味で、実質的には、あたかも請求を棄却するのと同様の機能を果たしている。二段階買収の場合に公開買付価格の公正性が審査されるのは合理的であるが、一部の裁判例の中には株主の投機的な行動を誘発する解釈を示すものもあり問題もある(雑誌論文)。

(6) 残された課題

残された課題としては、取締役の責任といった、制裁の恐怖を使って、取締役に動機付けるといふ、一般的に法律で用いられているルート以外の方法によって、行為規範を実現するインセンティブを与えるメカニズムについては十分に研究できなかった。この問題は、そもそも法律一般におけるエンフォースメントの大前提をくつがえすことにもつながるような、根本的な問題に繋がっているため、難問であることは疑いようのないところではあるが、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 8 件)

飯田秀総、株式移転比率の公正性と会社法四二九条一項の責任、商事法務、査読無し、2080号、2015、82-86

飯田秀総、株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能、商事法務、査読無し、2076号、2015、38-48

Hidefusa Iida, The Fiduciary Duties of Directors of the Companies Facing M&As in Delaware and Japan, Public Policy Review, 査読無し、Vol.11 No.3, 2015, 485-503

飯田秀総、MBOの頓挫と取締役の責任(シヤルレ株主代表訴訟)、ビジネス法務、査読無し、15巻7号、2015、56-61

飯田秀総、特別支配株主の株式等売渡請求、商事法務、査読無し、2063号、2015、29-39

飯田秀総、企業買収における対象会社の取締役の義務 買収対価の適切性について、フィナンシャル・レビュー、査読無し、121号、2015、135-158

飯田秀総、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔下〕、商事法務、査読無し、2023号、2014、17-26

飯田秀総、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討〔上〕、商事法務、査読無し、2022号、2014、4-14

〔学会発表〕(計 1 件)

飯田秀総、株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能、2015年10月11日、立命館大学(京都府)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

飯田 秀総 (IIDA, Hidefusa)

神戸大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号：80436500

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3)連携研究者 ()

研究者番号：