

M&A 取引と差止め (2)

玉 井 利 幸[※]

- I はじめに
- II M&A 取引における取締役の義務と裁判所の役割
 - 1. 配分に関する取締役の義務
 - 2. 分配に関する取締役の義務
 - 3. 義務の衝突 (以上南山法学 40 巻 1 号)
 - 4. 義務違反の有無の審査
- III MBO の差止め
 - 1. 二段階の取引で行われる MBO の差止め (以上本号)
 - 2. 一回の取引で行われる MBO の差止め
- IV 締出取引の差止め
- V 終わりに

II M&A 取引における取締役の義務と裁判所の役割

4. 義務違反の有無の審査

これまで述べてきたように、対象会社の取締役は、M&A 取引を行うのであれば、(1)対象会社の経営資源やそれに対する支配権を獲得して最も高い価値を生み出すと期待される者（最高利用者）を M&A 取引の相手として選択し、(2)その相手からできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務を負うと考えるべきである。取締役がこのような義務を果たすことにより、経営資源が効率的に配分され、M&A 取引によって生じうる価値の増加分が公正に分配されることが期待できるからである。

取締役は、通常は、これらの義務を果たすべく行動していると考えられるので、裁判所は、原則として、取締役の判断を尊重してよいと思われる¹¹⁴⁾。しかし、

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第 16 巻第 3 号 2017 年 11 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科教授

前述のように、対象会社の取締役が、会社や株主の利益ではなく、自己利益を追求して判断を歪めており、義務の履行がなされていないおそれが典型的に高い場面もあると考えられる。取締役の利益相反が義務の履行の阻害要因となりうるのである。

裁判所は、取締役の利益相反が懸念される場面では、取締役の判断に対し懐疑的な態度で臨み、義務違反の有無を綿密に審査すべきである。取締役の利益相反の強さや性質は場面によって異なると考えられるので、裁判所は、場面に応じて厳格さの異なる審査方法（審査基準）を使い分けるべきである¹¹⁵⁾。そうすることで、裁判所による取締役の判断の尊重度や介入の程度を問題の性質に応じて調整すべきである。以下では、どのような場面で、どのような審査方法を用いて取締役の義務違反の有無を審査すべきかを考えていく¹¹⁶⁾¹¹⁷⁾。

なお、以下では、対象会社に支配株主がいない場合について考えていく。対象会社に支配株主がいる場合は、Ⅳで考えることにする。対象会社に支配株主がいる場合は、支配株主の賛成が得られず、取締役がその義務を尽くそうと思っても尽くせない場合がありうるので、別の考慮が必要であるようにも思えるからである。対象会社に支配株主がいる場合は、取締役は支配株主に支配されているため、

114) 上場会社であれば、通常は、経営者の評判や様々な市場の圧力などの、事実上の利益相反抑制のメカニズムが働いていると考えられることも、裁判所が介入を控えるべき理由になりうる。

115) 取締役の義務の内容自体は常に同じ（本文で述べた(1)、(2)の義務）であるが、場面によって義務違反の有無の審査方法（審査基準）が変わると考えるべきである。審査基準は、取締役が義務を尽くしたと裁判所に認めてもらえるための範囲を決めるものである。厳格な基準が用いられる場合は、取締役が義務を尽くしており、義務違反がないと裁判所に認めてもらえる範囲が狭くなる。この点については、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（3・完）」南山法学40巻3・4号（2017年）（以下では「玉井・キャッシュ・アウト（3）」と引用する）400頁注113も参照。

116) 審査基準をどのように設定するかによって、取締役への要求度、裁判所による取締役の判断への介入度や判断代替の程度が異なってくる。そのため、どのような基準をどのような場面で用いるかという、審査基準の内容と使い分けに裁判所のポリシーが現れることになる。この点については、例えば、玉井利幸『会社法の規制緩和における司法の役割』（中央経済社、2009年）78-82頁も参照。

日本の裁判所は、憲法や行政法の分野では、問題の性質に応じて、細やかに、厳格さの異なるいくつかの審査基準を使い分けているといえる。会社法の分野では、経営判断原則の適用の有無という二値的な使い分けしかなされていないようにも思える。この点については、玉井・司法審査のあり方・124-125頁注22とそこで引用されている文献も参照。

取締役には支配株主の義務の範囲内で行動することしか期待できないように思う。支配株主の存在自体が取締役の義務の履行の阻害要因となりうるのである。そのため、対象会社に支配株主がいる場合に取締役の義務違反の有無をどのように審査すべきかを考えるには、その前提として、支配株主が M&A 取引において負うべき義務を検討すべきであると思われる。M&A 取引における支配株主の義務についてはⅣで考えることにするので、ここでは、対象会社に支配株主がない場合について考えていく。

M&A 取引を行うことで、支配株主のいない対象会社に新たに支配株主が形成されることもある。対象会社に支配株主がいない時点で行われる取引であるので、このような新規支配株主形成型の M&A 取引については、ここで考えることにする。支配株主のいない会社という会社は質的に異なっていると考えべきなので、新たに支配株主が形成され、対象会社が質的な変貌を遂げることになる M&A 取引を行う場合は、取締役は特に注意を払うべきであり、その判断も精査されるべきである。

(1) 著しい不合理性の審査

M&A 取引の相手を選択し、その相手と対価を交渉し、決定するのは取締役で

117) 場面に応じて審査基準（審査方法）を使い分けるようにするべきであるという主張がなされることは多い。多くの見解は、問題となった M&A 取引が独立当事者間の取引であるかどうかで、審査基準を分けることを提唱している。例えば、飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」商事法務 2063 号（2015 年）32 頁、田中亘「企業買収・再編と損害賠償」法律時報 88 巻 10 号（2016 年）23 頁。独立した当事者であれば、自分に不都合・不利益な選択・判断はしないはずであるので、当事者の判断を尊重し、裁判所は介入を差し控えるべきであると考えることができるからである。しかし、本文で述べたように、独立当事者間の M&A 取引であっても、買収防衛策を用いている場面や、取引相手の選り好みをしていると思われる場面、新規に支配株主が形成される M&A 取引を行う場面のよう、対象会社の取締役の判断を尊重すべきでない場合がありうると思われるべきである。そのため、本稿では、独立当事者間の M&A 取引であるかどうかではなく、別の観点から、三つの審査方法（審査基準）を使い分けることを提唱している。本稿が参考になっているのは、米国デラウェア州会社法とデラウェア州裁判所のポリシーである。デラウェア州会社法における審査基準とその使い分けについては、例えば、J. Travis Laster, *The Effect of Stockholder Approval on Enhanced Scrutiny*, 40 WM. MITCHELL L. REV. 1444, 1446-50 (2014) を参照。

ある。取締役は最高利用者と思われる者を取引相手として選択すべきであるが、既に述べたように、誰が真の最高利用者であるかは分からない。取引相手から引き出すことのできる対価の上限がどれくらいであるかを正確に探知するのも実際には不可能である。取引相手の選択や対価に関する判断は、相互に関連する様々な要素について、不確実な予測を必要とする、高度に複雑で専門的な判断である。経営の専門家でもなく、情報にも劣る裁判所の判断で取締役の判断を置き換えるよりは、会社の属する業界や会社内部の事情に精通しており、経営に熟達した取締役の判断を尊重した方がよいと思われるので、裁判所は、原則として、取締役の判断を尊重すべきである。だからといって、取締役の判断を無条件に信頼することもできないので、最低限の審査は行うべきである。そのため、裁判所は、取締役の判断を最大限尊重し、介入を最小限にするために、取締役の判断が著しく不合理であるかどうかだけを審査すべきである¹¹⁸⁾。判断の過程に重点を置いて審査し、取締役の判断の過程に著しく不合理な点がなければ、そのような過程を経てなされた判断も著しく不合理ではないであろうと考え、取締役は義務を果たしたであろうと考えるべきである¹¹⁹⁾。取締役の判断が著しく不合理であることを証明する責任は、原則通り、原告が負うと考えるべきである。このような審査方法を以下では「著しい不合理性の審査」または「著しい不合理性の基準」ということにする。

(2) 公平性の審査

取締役の判断は常に尊重されるべきであるというわけではない。裁判所は、取締役の判断が取締役の自己利益の追求で歪められているおそれが典型的に高い場面では、取締役の判断に対し懐疑的な態度で臨み、義務違反の有無を精査すべき

118) 日本の裁判所は、独立当事者間のM&A取引においては、取締役の判断を原則として尊重するものの、判断過程だけでなく、判断内容の不合理性も独立の審査対象としていると思われる。例えば、東京地判平成23年9月29日判例時報2138号134頁（裁判所は、独立当事者間の共同株式移転における取締役の善管注意義務違反の有無が争われた事案において、「株式移転比率に関する合意の任務にあたる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するというべきである」とする）。

である。

最も懐疑的な態度で臨むべきなのは、取引の両方の側に立っている取締役がいる場合である。例えば、対象会社と買収会社の取締役を同じ者が兼任している場合である¹²⁰⁾¹²¹⁾¹²²⁾。兼任している取締役は、対象会社の内部情報を知ることができるし、対象会社の意思決定に影響を与えることができる立場にあるといえる。兼任取締役は、このような立場を利用し、対象会社の利益を犠牲にして、買収会社（買収側）の利益を追求しているおそれがあるので、義務違反の有無は厳格に審査されるべきである。

兼任取締役は、対象会社と買収会社の取締役であり、それぞれに対して同じ内容の義務を負っているのであるから、どちらか一方を有利に取り扱うことはできず、両方を同じように取り扱う必要があり、もしどちらか一方を有利に扱った場合は、不利になった方に対する義務違反となるはずである。兼任取締役は、どちらか一方を優遇することはできず、取引の双方を同じように公平に扱うことが求められていると考えるべきである。そのため、兼任取締役が義務を果たしたとい

119) 判断内容そのものではなく、判断に至る過程が主たる審査の対象となるべきである。取締役の義務は、対象会社が最高利用者へ移転するようにする（移転を図る）義務と、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務という、手段債務的な義務である。最高利用者への移転や最善の対価の獲得という結果の実現が求められているわけではない。取締役には、結果の実現が求められているのではなく、結果の実現のために尽力することが求められているのであるから、結果の実現を図るためにどのようなことがなされたかという結果実現のための努力が審査の対象となるべきであり、最終的な判断に至るまでの過程が審査されるべきである。判断の過程が著しく不合理でないのであれば、そのような過程から生み出された判断も、通常は著しく不合理ではないと想定してよいと思われるので、判断過程の審査で判断内容の審査を事実上代替するのである。そのため、通常は、取締役の判断の過程に著しく不合理な点がないのであれば、取締役は義務を果たしたであろうと考えるべきである。但し、判断の過程が著しく不合理でなければ、常に判断の内容も著しく不合理ではないというわけではないので、判断内容自体を独自に審査するということも論理的な可能性としてはありうる。

120) 対象会社に支配株主がいない場合である。対象会社に支配株主がいる場合は、Ⅳを参照。

121) MBO の場合も同じように考えられる。MBO の場合は、通常は、買収のための殼会社（受皿会社。shell company）を設立して、そこに買収のための資金を拠出し、殼会社が対象会社を買収するという方法が採られる。MBO に参加する対象会社の取締役が殼会社の取締役を兼任している場合は、本文で述べたことがそのままあてはまる。殼会社の取締役を兼任していない場合も、同じように考えられる。後掲注 122 を参照。MBO の場面における取締役の義務違反の有無の審査方法については、Ⅲ 1.(1)(i)②も参照。

えるためには、取引相手の選択と対価についての判断が、取引の双方にとって最善であることが必要であると考えらるべきである。そうでなければ、どちらか一方に妥協を強いたことになり、同じように公平に扱っているとはいえないからである。

取引相手の選択について取引の両方の側を同じように公平に扱っているといえるためには、どちらの側にとってもその相手が最善の相手である、すなわち、対象会社にとって買収会社は最高利用者であり¹²³⁾、買収会社にとって対象会社は最高利用者であるということが必要であると考えらるべきである。対価についても、取引の両方の側を同じように公平に扱っているといえるためには、それぞれにとって望みうる最善の対価を獲得している必要があると考えらるべきである。両方の側を同じように扱う必要があり、どちらか一方を優遇することはできないのだから、望みうる最善の対価は、両方の側を等しく満足させるような対価であると考えらるべきである。そのため、M&A取引によって生じうる価値の増加分を対象会社の側と買収者の側で等しく分けるような対価であることが必要であると考えらるべきである。

122) 本文では、取締役が取引の両方の側に立つ場合として、対象会社の取締役が買収側の取締役を兼任している場合を例に述べている。MBOの場合は、対象会社の取締役は買収側（殼会社）の取締役を兼任していないこともある（Ⅲ 1.(1)(i)を参照）。買収側の取締役を兼任していない場合でも、対象会社の取締役が実質的に取引の両側に立つといえる場合は、兼任している場合と同じように考えるべきである。

取締役の忠実義務からも公平な取扱いが要求されると考えられる。取締役は、忠実義務を負うので、会社や株主の利益と自分の利益が対立する場面では、会社や株主の利益よりも自分の利益を優先してはならないことになる。だからといって、取締役は自分の利益の全てを会社に捧げることが求められているというわけでもない。取締役は、自分の方を優遇し、自分の利益を優先することはできないが、相手と自分を同じように扱っているのであれば、自分を優遇しておらず、自分の利益を優先しているとはいえないので、忠実義務に反しないと考えることもできる。そのため、対象会社の取締役は、会社や株主の利益と取締役の利益が対立する場面において、両方を同じように公平に取り扱っていれば、義務に反しないと考えることができる。このように、取締役は、会社や株主の利益を超えない範囲では、自分が利益を得ることも許されると考えられる。忠実義務は、会社や株主の利益と取締役の利益が対立する場面で、取締役が追求してよい利益の上限を画していると考えることができる。

123) 対象会社に支配株主がいる場合とは異なり、取締役は取引相手を自由に選択できる場合であるので、対象会社の取締役が取締役を兼任している会社が最高利用者だから取引相手として選択したといえることが必要である。

裁判所は、問題となった M&A 取引がこのような意味で公平な取引であるかどうかを審査すべきであり、公平な取引でなければ取締役に義務違反があると考えられるべきである¹²⁴⁾。このように、対象会社の取締役が M&A 取引の両方の側に立っている場合は、その M&A 取引の公平性¹²⁵⁾が審査されるべきである¹²⁶⁾。問題となった M&A 取引が公平であることを証明する責任は、利益相反取引規制の趣旨を反映させ¹²⁷⁾、取締役の側にあると考えるべきである。このような審査

124) 兼任していない取締役も同様である。対象会社の取締役のなかには、買収会社の取締役を兼任していない者もいるかもしれない。兼任していない取締役（非兼任取締役）は、取引の両方の側に立つわけではないが、兼任取締役の影響を受けうる立場にあるので、非兼任取締役の義務違反の有無も、兼任取締役と同様に、公平性の基準で審査されるべきである。このように考えることは、利益相反取引規制（会社法 356 条・365 条、423 条）の趣旨にも適うと思われる。利益相反取引規制では、利益相反取引を行い、取引の両方の側に立つことになる取締役以外の取締役についても、一定の範囲で、任務懈怠を推定している。これは、利益相反取引を行う取締役の他の取締役に与える影響力を重視しており、利益相反取引に関わった他の取締役の判断を懐疑的に見ているからである。M&A 取引の場面でも、兼任取締役の影響力を重視し、非兼任取締役のように取引の両方の側に立っていない取締役の義務違反の有無を審査する際も、懐疑的な態度で臨み、厳格に審査すべきである。義務違反の有無を審査する際は、兼任取締役と非兼任取締役は差がないと考えるべきである。

但し、帰責性の有無の判断では違いが生じうる。兼任取締役と非兼任取締役では、公平な取引という結果を実現するためにできることが異なるからである。兼任取締役は買収側の取締役も兼ねているから、公平な取引を実現しようと思えば実現できる立場にあるといえるのに対し、非兼任取締役は買収側の協力が無い限り公平な取引を実現することはできない立場にある。非兼任取締役は、公平な取引を行うために必要な努力を怠らなかったといえるのであれば、帰責性がなく、責任を負わないとされることもありうると思われるべきである。取締役の責任追及の場面では、兼任取締役と非兼任取締役は、帰責性の有無の判断において異なった取扱いがなされるべきである。

125) 公正性でなく公平性としているのは、取引の両方の側を、偏りなく、同じように扱う必要があるということを強調したためである。取引相手の選択と対価の決定についての判断をする際に、取引の両方の側を同じように扱う必要があるということに意味があるので、そのような意味で用いるのであれば、公平という言葉でなく、公正という言葉を用いたのではかまわない。米国デラウェア州の Weinberger 事件判決は、取引の両方の側を同じように扱うという意味で、fair という言葉を使っていると思われる。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701, 710-11 (Del. 1983)（「二つの会社の取締役としての地位を兼任して行動する者は、……両方の会社に対して優れた経営を行うという同一の義務を負っており、独立した交渉を行う取引の構造がない場合……は、このような義務は両方の会社にとって最善のことは何かという観点から行使されなければならない」（強調は筆者））。

126) 問題となった M&A 取引が本文で述べたような意味での公平な取引でなければ、取締役に義務違反があることになる。取締役の義務内容自体は他の場面と変わらないが、裁判所に義務を果たしたと認めてもらえる範囲が狭くなるのである。

方法を以下では「公平性の審査」または「公平性の基準」と呼ぶことにする。

(3) 合理性の審査

取締役が取引の両方の側に立っているといえない場合でも、取締役の判断を精査すべき場合があると考えられる。一つは、取引相手の選り好みの場面である。もう一つは、新規に支配株主が形成される場面である¹²⁸⁾。

まず、第一の類型である、選り好みの場面である。取締役が会社や株主の利益ではなく、自己利益を追求するために取引相手を選択している可能性が典型的に高い場面では、取締役の判断に対し懐疑的な態度で臨むべきであり、取締役の判断は精査されるべきである。このような場面はいくつか想定される。

例えば、敵対的買収への防衛策を用いている場合である。第三者（ホワイトナイト）に新株や新株予約権を発行することにより、対象会社が敵対的買収者に獲得されるのを阻止しようとすることもある。この場合は、敵対的買収者ではなく第三者を取引相手として選択しているといえる¹²⁹⁾。敵対的買収者よりも第三者の方が対象会社の価値を高めうる（最高利用者である可能性が高い）と判断したから第三者を選んでいいのかもわからない。あるいは、経営者としての地位を保証してくれるなど、その第三者の方が経営陣にとって都合がよいから自己利益を追求するために選択しているのかもしれない。

差別的行使条件付新株予約権の無償割当てや自己株式の取得などの方法を用いて防衛することもありうる。この場合は、敵対的買収者を拒絶し、M&A取引を行わないことで、自分自身を取引相手として選択したと考えることができる。自分自身が最高利用者である可能性が高いと判断したので拒絶したのかもしれない

127) 会社法 356 条・365 条、423 条。兼任取締役も非兼任取締役も、同様に、問題となった M&A 取引は公平な取引であることを証明する責任を負うと考えるべきである。

128) これら二つの場面では、取締役の自己利益の追求により取引相手の選択の判断が歪められていないかが問題となるので、主に取引相手の選択に関する義務（配分に関する義務）が問題になる。

129) 大量の新株や新株予約権を発行しており、支配権の異動が生じる場合である。支配権の異動が生じるほどではないが、敵対的買収者による買収を阻止しうるだけの割合の新株や新株予約権が発行されることもある。この場合は、本文で述べている、差別的行使条件付新株予約権の無償割当てを用いて防衛する場合と同じように考えることができる。

し、対象会社の経営者としての地位を守るために拒絶したのかもしれない。

このように、防衛策を用いて敵対的買収者の提案を拒むということは、M&A 取引の相手として、敵対的買収者ではなく、第三者や自分自身を選択したということの意味すると考えられる。会社や株主の利益のためにそのような判断をしている可能性もあるし、取締役の保身のためにそのような判断をしている可能性もある。前者の場合は、取締役は義務を果たしているが、後者の場合は、取締役の義務に反する。どちらの場合もありうるので、取締役の判断を尊重することはできず、どちらの場合かを選別するために、取締役の判断を精査すべきである¹³⁰⁾。

対象会社に複数の買収提案が現実になされている場合も、取引相手を選び好んでいる可能性が否定できない¹³¹⁾。取締役は、その相手が他の相手よりも対象会社の企業価値を高める（最高利用者であると想定される）から選択しているのかもしれない。そうではなく、その相手の方が他の相手よりも取締役を優遇して

130) 敵対的買収に対する防衛策の可否は、防衛策の発動を差止めることができるかどうかという形で争われることが多い。日本では、米国デラウェア州とは異なり、取締役の義務違反の有無を直接問うという形で問題の解決が図られるのではなく、具体的な規定の解釈適用によって問題の解決が図られることが多い。しかし、日本でも、用いられる買収防衛策の種類によっては、取締役の義務違反の有無が直接問われることもありうる。

例えば、自己株式の取得を用いて防衛する場合である。この場合は、会社法 360 条の取締役の違法行為差止請求権を被保全権利として用いて、防衛策として用いられる自己株式の取得を差止める仮処分命令（民事保全法 23 条 2 項）を求めることになると思われる。江頭・前掲注 34・248-249 頁注 5。なお、藤田友敬ほか「特集インタビュー 新会社法の制定をめぐって」第一東京弁護士会会報 390 号（2005 年）16-17 頁（藤田友敬発言）も参照。会社法 360 条の定める法令違反（取締役の義務違反）の要件を満たす必要があるため、そのような防衛手段を用いて敵対的な買収提案を拒絶することが取締役の義務に違反しているかどうかは直接問われることになる。現行の経営陣よりも対象会社の企業価値を高めるとされる買収者の提案を、自己株式の取得を防衛策として用いて拒絶する場合は、企業価値の最大化を図る（すなわち、対象会社が最高利用者に移転するようにする）という取締役の義務に違反しており、企業価値をより高めるとされる機会を放棄することによって会社に損害が生じるおそれがあると考えられるので、会社法 360 条により、そのような自己株式の取得を差止めることができると考えるべきである（必ずしも自己株式を高値で取得している必要はないと考えるべきである）。

新株発行や新株予約権を用いた防衛策の場合は、会社法 210 条や 247 条などの差止めの規定（「著しく不公正な方法」）の解釈・適用という形で解決が図られたり、株主平等の原則（会社法 109 条 1 項）の趣旨の適用という形で判断されたりしている。問題の核心は取締役の利益相反に司法的コントロールを及ぼすことであるので、それらの規定の解釈にも取締役の自己保身（利益相反）の有無による選別・防衛策の当否の判断というポリシーを読み込むべきである。

くれるので、最高利用者ではないと思われる相手をあえて選択しているのかもしれない。後者の場合は、会社や株主の利益よりも自己の利益を優先していることになり、取締役の義務違反となりうる。どちらの可能性もありうるので、どちらの場合かを選別するために、取締役の判断を精査すべきである。

強力な取引保護条項¹³²⁾(deal protection devices)を用いている場合も同じように考えられる。複数の買収提案が現実になされている場合に、ある買収者に対し、対象会社とその買収者のM&A取引の完了をほぼ確実にするような強力な取引保護条項を付与している場合は、事実上その取引相手を選択していることになるので、上の例で述べたことがあてはまる。この場合も、そのような強力な取引保護条項を付与するという取締役の判断が精査されるべきである。

複数の買収提案が現実になされていない場合であっても、ある取引相手とのM&A取引の完了をほぼ確実にするような強力な取引保護条項が付与されている場合は、同じように考えるべきである。異時点間の選り好みであるからである。ある取引相手にそのような強力な取引保護条項を付与するということは、事実上その取引相手を選択し、将来登場するかもしれない別の相手との取引を放棄したことを意味する。選択した相手が最高利用者であると想定され、よりよい相手が登場する可能性はほぼないために、選択した相手との取引の実現を確実にし、有利な条件を引き出すために強力な取引保護条項が用いられているのかもしれない。あるいは、その相手は最高利用者でない可能性が高いが、取締役に都合がよい相手であるので、後に登場するかもしれない他のよりよい買収者(取締役に優遇してくれるとは限らない)が対象会社を獲得するのを妨げるために、強力な取引保

131) 複数の買収者が登場し、対象会社が取引合いになる場合にも、様々な場合がありうる。例えば、最初に敵対的買収提案があり、対象会社がそれへの対抗策として友好的な買収者を勧誘することもある。対象会社が友好的な買収者とM&A取引の契約をした後に、対象会社と同じ事業で競合する会社が対象会社の獲得を目指して買収提案をすることもある。対象会社の主導でオークションを行い、複数の買収者を同時に勧誘することもある。いずれの場合も、複数の提案が現実になされた後は、同じように考えるべきである。

132) 取引保護条項の強度については、例えば、玉井利幸「合併契約の保護(2・完)——ディールプロテクションの有効性について——」商学討究56巻4号(2006年)111-113頁参照。どこまで強力な取引保護条項が許容されるべきかについては、例えば、前掲113-124頁を参照。

護条項を用いて防衛しているのかもしれない。後者の場合は、会社や株主の利益ではなく、取締役の自己利益を優先させており、取締役に義務違反があると考えられる。どちらの場合かを選別するために、そのような強力な取引保護条項を付与するという取締役の判断が精査されるべきである。

次に、第二の類型である、新規に支配株主が形成される場面である。M&A 取引を行うことで新たに支配株主が形成されることになる場合も¹³³⁾、取締役の判断は精査されるべきである¹³⁴⁾。支配株主のいない会社からいる会社へと、対象会社が質的な変貌を遂げるからである¹³⁵⁾。既に述べたように、支配株主は、取締役と異なり、対象会社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られる。支配株主が最高利用者でなければ、サブオプティマルな支配株主の下に対象会社が留まり続けることになりうる。支配株主の存在自体が最高利用者への移転の阻害要因となりうるので、支配株主のいなかった対象会社に新たに支配株主が形成されることになる M&A 取引が行われる場合は、取締役は特に注意を払うべきである。義務の履行を促すために、取締役の判断は精査されるべきである¹³⁶⁾。

これらの場面では、取締役の判断の合理性を審査すべきである。取締役の義務

133) 取引完了後に新規に支配株主（支配者）が形成される M&A 取引としては、公開買付け、三角合併、株式交換、支配権の異動を伴う第三者割当増資などがある。新たに支配株主（支配者）が形成されるかどうかが重要であるので、独立した当事者の間でこのような取引が行われる場合であっても、取締役の判断は精査されるべきである。

134) 議決権の過半数以上（100% 保有ではない）を保有する支配株主が形成される場合だけでなく、100% 保有することになる完全な支配者が形成される場合も同じであり、取締役の判断は精査されるべきである。支配者の存在により取締役の義務の履行が阻害され、対象会社の最高利用者への移転可能性が途絶えうるという観点からは、支配者が過半数保有でも、100% 保有でも、違いはないからである。対象会社の最高利用者への移転という観点からは、新規に支配者が形成される時点が重要である。なお、前掲注 65 も参照。

対象会社の株主の観点からすると、両者に違いはある。M&A 取引により議決権の過半数以上（100% 保有ではない）を保有する支配株主が形成されることになる場合は、対象会社の株主は、支配株主と少数株主に分断され、両者の間で利害対立が生じるため、少数株主の保護が問題になるが、100% 保有の支配者が形成される場合は、そのような分断が生じないからである。この点については、II 1.(2)(ii)も参照。

135) 対象会社に新たに支配株主が形成される M&A 取引が行われる場合に、取締役の判断を精査すべき理由として、取締役の利益相反を挙げる見解もある。Stephen M. Bainbridge, *The Geography of Revlon-Land*, 81 *FORDHAM L. REV.* 3277, 3312-13, 3334-35 (2013).

は、対象会社が最高利用者に移転するようにする（移転を図る）という義務であるからである¹³⁷⁾。最高利用者への移転という結果を実現することが求められているのではなく、結果の実現のために尽力することが求められているのであるから、結果の実現の有無ではなく、結果の実現のための努力が審査の対象となるべきであり、最高利用者に移転するようにするためにどのようなことがなされたかという過程が審査されるべきである。取締役の能力、情報、時間、費用など、用いることのできるリソースには現実の制約があるので、移転するようにするためのあらゆる努力がなされたかどうかではなく、移転するようにするために必要と思われる合理的な努力がなされたかどうかを審査すべきである。結果の実現のために必要な合理的な努力がなされており、判断の過程が合理的であるといえるのであれば、義務を果たしたと考えるべきである。判断過程の合理性で判断内容の合理性を事実上代替し、合理的な過程を経てなされた判断は、通常は合理的な判断であろうと考えて、取締役は義務を果たしたであろうと考えるのである¹³⁸⁾。取締役の判断は懐疑的に見られるべきであるので、判断の合理性を証明する責任は、取締役が負うべきである。このような審査方法を、以下では「合理性の審

136) 既に述べたように、経営資源の効率的な配分と価値の増加分の公正な分配の実現を図ることがM&A法制の目的であり、目的の実現を阻害する要因を除去し、目的の実現を促すのが裁判所の役割であると考えべきである。Ⅱ 1.とⅡ 2.で述べたように、取締役の利益相反だけでなく、支配株主の存在自体が、取締役の義務の履行を阻害し、目的実現を妨げる要因となりうるので、支配株主が新規に形成される場面にも注意を払うべきである。

137) 対価についての義務も同様である。できるだけ有利な対価を獲得するように尽力するという内容の義務であり、最善の対価の獲得という結果の実現が求められているのではない。できるだけ有利な対価を獲得するための合理的な努力が行われていたかという、判断の過程を審査すべきである。対価の判断についての審査方法も同じであるので、ここでは取引相手の選択の判断についての審査方法だけを述べている。

138) 判断の過程が合理的であるからといって、判断の内容が合理的であるとは限らない。判断内容の合理性を直接審査する必要がある場合もありえないわけではないだろう。しかし、判断内容の合理性を直接審査するとすると、裁判所の判断で取締役の判断を置き換えることになりかねない。誰が真の最高利用者であるかは誰にも分からないのであるから、裁判所の判断で取締役の判断を代替するのは可能な限り避けるべきである。そのため、判断の過程が合理的であれば判断の内容も合理的である可能性が高いであろうと考え、取締役の判断が合理的といえるかどうかを裁判所が判断するために、取締役の判断が形成される過程の合理性を審査するようにすべきである。取締役の判断は合理的な過程の産物であるかを問うのである。

査」または「合理性の基準」と呼ぶことにする。

Ⅲ MBO の差止め

MBO は、取締役の判断が精査されるべき取引である。取締役の自己利益の追求（利益相反）により、取引相手の選択に関する判断と対価に関する判断が歪められているおそれが構造的に高い取引であるからである。MBO に参加する取締役は、対象会社の取締役でもあるので、対象会社の内部情報を入手したり、人事権や人的関係などを背景に MBO に参加しない取締役の判断に影響を及ぼしたりすることができる立場にある。そのような立場を利用して、会社や株主の利益ではなく、自己の利益を追求するために、MBO に参加する取締役と MBO 実施のための資金を提供するファンドなどの資金提供者との連合体（以下では、MBO において買収側に立つこのような連合体のことを「取締役連合」という）を取引相手として対象会社に選択させ、不当に安い対価（価格）での取引を強いているかもしれない。取引相手として選択した取締役連合よりも対象会社の価値を高めるとされる買収者がいるのであれば、効率的な経営資源の配分が達成されていないことになるし、不当に安い対価で買収されているのであれば、M&A 取引から生じうる価値の増加分が公正に分配されていないことになる。このように、MBO では、取締役の自己利益追求により、効率的な配分の達成と公正な分配の実現が損われているおそれがあるので、取締役の判断は尊重されず、その義務違反の有無は厳格に審査されるべきである。

さらに、MBO は、最高利用者への移転が強く求められるべき取引である。支配株主のいなかった会社に新たに支配株主¹³⁹⁾が形成される M&A 取引であるからである¹⁴⁰⁾。MBO を行うことで、分散して保有されていた対象会社の支配権

139) 既に述べたように、M&A 取引によって対象会社の議決権の過半数以上を保有する支配株主が新たに形成される場合だけでなく、100% 保有する完全な支配者が新たに形成される場合も同じように考えるべきである。いずれの場合も、その者が望まない限り、対象会社が最高利用者へ移転することはないので、最高利用者への移転という観点からは両者に違いはないからである。この点については、前掲注 134 も参照。なお、前掲注 65 も参照。

が支配株主（取締役連合）に移転する。支配株主は、取締役と異なり、対象会社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られるので、支配株主が最高利用者でない場合は、サブオプティマルな支配者の下に対象会社が留まり続けることになりうる¹⁴¹⁾。経営資源の効率的な配分の達成のためには、新たに支配株主が形成される時点が重要であるので、対象会社の最高利用者への移転が求められるべきである。

配分的効率性を達成し分配的公正性を確保するために、MBOの差止めを用いることが考えられる。MBOの差止めを求める仮処分の手続のなかで、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務と、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務を取締役が尽くしているかどうかを裁判所が精査することで、取引の形成・実現過程において取締役の利益相反を監視し、義務の履行を促したり、取引完了前に是正したりすることが期待できるからである¹⁴²⁾。そのため、Ⅲでは、MBOの差止めを求める仮処分の手続のなかで、取締役の義務をエンフォースすることができないかを考えていく。

MBOを行うための手法には様々なものがある。公開買付けと、全部取得条項付種類株式や株式併合などを用いた残存株主の締出とを組み合わせた、二段階の取引で行うこともできるし、現金対価の合併（吸収合併）などを用いて一回の取引で行うこともできる¹⁴³⁾¹⁴⁴⁾。以下では、まず、二段階の取引で行われる場合のMBOの差止めについて考え、その後、一回の取引で行われるMBOの差止めを

140) 既にⅠで述べたように、本稿では、MBOという場合は、対象会社が分散保有されていて、支配株主がいない場合を念頭に置いている。対象会社に支配株主がいる場合は、MBOに参加する取締役ではなく、支配株主が主役であると考えるべきであり、支配株主による少数株主の締出取引という別の種類の取引であると考えるべきであるからである。

141) 但し、対象会社が再上場され、その株式が分散保有されるようになれば、最高利用者へ移転する可能性が復活するので、サブオプティマルな状態が永続するというわけではない。しかし、M&A取引は取引費用が高い取引なので、できるだけ少ない取引回数で最適な経営資源の配分が達成される可能性が高いルールの方がよいように思う。そのため、本稿では支配株主が新規に形成される時点に着目した議論を展開している。

142) 是正は裁判所による直接的なものである必要はなく、株主による当該MBOの拒絶や、対抗買収提案の出現など、市場メカニズムを通じたものでもよい。むしろ、差止めを求める裁判を通じて裁判所が様々な情報を提供することにより、市場メカニズムを通じた解決を促進し、助力することに意味があると考えられる。

考えていく。手法が異なっているとしても、株主保護のレベルは同じようになるように、可能な限り規制のレベルの調和を図るべきである¹⁴⁵⁾。

MBO を実際に止めることができる場合は非常に限定的であると思われる。しかし、MBO の差止めを求める裁判に意味がないというわけではない。審査方法を工夫することによって、MBO の差止めを求める裁判に、情報提供機能など独自の意味・役割を持たせることも可能であると考えられるからである。

1. 二段階の取引で行われる MBO の差止め

現在の日本では、MBO は公開買付けを前置した二段階の取引で行われることが多い。MBO が二段階の取引で行われる場合は、第二段階の、全部取得条項付種類株式や株式併合による残存株主の締出を差止めることができたとしても、第一段階の公開買付けを止めることができないければ、あまり意味はない。第一段階の公開買付けが成功してしまうと、支配株主がいない会社からいる会社へと質的変貌を遂げてしまい、第二段階の取引を差止めても、第一段階の公開買付けが成功して支配株主が形成される前の、分散保有だった状態に戻るわけではないからである。第一段階の公開買付けを止めることができるかどうかが決定的に重要である。そのため、以下では、MBO 実施のために行われる第一段階の公開買付けを差止めることができないかを検討する。非常に限定的であるが、第一段階の公開買付けを差止めることができる場合もあると考えられる。

143) MBO に加わる取締役が対象会社の大株主であり、その保有する株式の割合が十分に大きく、取得対価の割合や併合の割合を工夫することで取締役連合以外の一般株主が保有する株式を端数にすることができる場合は、全部取得条項付種類株式や株式併合も利用できる。取締役連合の保有する株式の割合が大きくなっても、現金対価の合併や株式交換など、組織再編の手法を用いれば、一回の取引で MBO を行うこともできる。

144) 米国では合併を用いて MBO が行われることが多い。例えば、近時大きな話題を呼んだ Dell の MBO も合併で行われている。*In re Appraisal of Dell Inc.*, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 (Del. Ch., May 31, 2016)。

145) 株主の保護に資するように制度間の調和を図ることは、会社法の考え方にも適うと思う。平成 26 年会社法改正では、異なる制度であっても、同じ結果を実現するのであれば、株主保護を充実させるべく、可能な限り規制の実質を揃え、制度間の規制の調和を図ることが企図された。この点については、例えば、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 36 巻 3・4 号 (2013 年) 250 頁参照。

(1) 被保全権利

MBOを差止めるためには、MBO完了前に裁判所の判断を得る必要がある¹⁴⁶⁾、仮の地位を定める仮処分による必要がある。仮処分命令を得るためには、被保全権利と保全の必要性という、民事保全法23条2項の要件を満たさなければならない。

被保全権利として用いることができるものはいくつか考えられる¹⁴⁷⁾。仮処分命令を求める手続のなかで、Ⅱで述べた取締役の経営資源の配分に関する義務と価値の増加分の配分に関する義務をエンフォースできるようにすべきなので、以下では、取締役の義務違反の有無を問題にすることができる、会社法360条の取締役の違法行為差止請求権を被保全権利として用いることを考える。

(i) 法令違反：取締役の義務違反

会社法360条の要件は、大きく、法令違反と会社の損害¹⁴⁸⁾の二つにまとめることができる。法令違反の要件の「法令」には、会社法330条・民法644条や会社法355条など取締役の義務に関する規定も含まれると考えられているので¹⁴⁹⁾、取締役に義務違反があれば、法令違反の要件を満たすことになる。そのため、以下では、MBOの際に取締役はどのような内容の義務を負うべきか、その義務違反の有無はどのように審査されるべきかを考える。

146) 二段階の取引でMBOが行われる場合は、第一段階の公開買付期間が終了するまでに裁判所の判断を得る必要があると考えるべきである。この点については、Ⅲ1.(3)(iii)を参照。

147) 被保全権利としては、株主権に基づく妨害排除請求権など様々なものが考えられる。例えば、弥永・前掲注4・632-635頁参照。経営資源の配分の効率性と価値増加分の配分の公正性の確保という観点からは、会社法360条のような取締役の義務違反を問題にできるものがよい。後述のように、会社法171条の3や会社法182条の3などの、平成26年会社法改正で新設された差止請求権の規定も、取締役の義務違反を問題にすることができる¹⁴⁸⁾と考えるべきである。

148) 本稿では、監査役会設置会社を念頭に置いて考えているので、「回復できない損害」である。

149) 例えば、落合誠一編『会社法コンメンタール8 機関(2)』(商事法務、2009年)132頁〔岩原紳作〕参照。

① MBO における取締役の義務の内容

取締役は、M&A 取引を検討する場合は¹⁵⁰⁾、M&A 取引を行うかどうか、行うのであれば、M&A 取引の相手は誰にするか、対価をどうするかを判断する必要がある。Ⅱ 1.(1)で述べたように、取締役は会社の価値を最大化する義務を負っているので、M&A 取引を行うかどうかを判断する際は、会社の経営資源を用いて最も高い価値を生み出すことができると期待される者は誰であるかを判断する必要があると考えるべきである。自分自身がそのような者であると判断したなら、M&A 取引を行わずそのまま経営を続けるべきである。自分自身はそうではないと判断し、M&A 取引を行うと決めたのであれば、取締役は、(1)対象会社の経営資源やそれに対する支配権を獲得して最も高い価値を生み出すことができると期待される者（最高利用者）を M&A 取引の相手として選択し、(2)選択した取引相手からできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務があると考えべきである¹⁵¹⁾。

MBO の場合も同じである。MBO も M&A 取引の一類型にすぎないのであるから、取締役の義務も同じように考えるべきである¹⁵²⁾¹⁵³⁾。取締役は、MBO 実施の場面でも、(1)対象会社が最高利用者へ移転するようにする義務と、(2)できる

150) 対象会社の取締役が M&A 取引を検討することになる場面は様々である。対象会社の取締役が自発的に M&A 取引を行おうとする場合もあるし、買収者から買収提案を受けたために M&A 取引を考える必要に迫られる場合もある。M&A 取引の手法も様々である。会社の支配権だけが移転するような M&A 取引を行おうとする場合もあれば、対象会社の経営資源が包括的に移転するような M&A 取引を行う場合もある。いずれの場合も、対象会社の経営資源を用いて最も高い価値を生み出すことができると期待される者に対象会社の経営資源やそれに対する支配権が配分されるようにすべきであるので、取締役が判断すべき内容や、負うべき義務は変わらないと考えるべきである。会社の存在意義は社会に新たな価値を創造することであり、M&A 取引も価値創造のための手段に過ぎないのであるから、M&A 取引実施によりできるだけ多くの新たな価値が創造されるようにすべきであるからである。そのため、M&A 取引を行うのであれば、支配権が移転する場合は対象会社の価値自体を最も高めると期待される者に、経営資源が包括的に移転する場合は買収側の経営資源と結びつくことにより最も高い価値を生み出すと期待される者に、対象会社の経営資源やそれに対する支配権が移転するようにすべきである。

151) 実際は、取引相手の選択と対価についての判断は、独立した判断というよりは、一体的な判断であると思われる。しかし、Ⅱ 3.で述べたように、理論的にはこれら二つの判断についての義務が衝突する場合がありますので、どちらが優先すべきかを明確にするために、このように分けて考えている。

だけ有利な対価を獲得するようにする義務を負っていると考えるべきである。そのため、MBOを行うのであれば、対象会社の取締役は、取締役連合が最高利用者であるかどうかを判断する必要がある、取締役連合が最高利用者であると判断し、M&A取引の相手として選択したのであれば、取締役連合からできるだけ有利な価格を獲得するようにする義務を負っていると考えるべきである。

MBOの場合は、対象会社の取締役全員がMBOに参加するのでなければ、MBOに参加する取締役（以下「MBO取締役」または「買収側取締役」という）と、参加しない取締役（以下「非MBO取締役」または「被買収側取締役」という）に分かれることになる¹⁵⁴⁾。MBO取締役も、非MBO取締役も、対象会社の取締役であることに変わりはなく、会社や株主の利益よりも自分の利益を優先させてはいけないのであるから、いずれも上述のような内容の義務を負っていると考えるべきである。

152) MBOの場面でも、取締役の義務内容自体は他のM&A取引の場面と変わらず、ただ義務違反の有無の審査方法が他の場面よりも厳格になり、義務を果たしたと裁判所に認められる範囲が狭くなると考えるべきである。義務内容ではなく、審査方法で他の場面と異なる取扱いをするのである。

153) 取締役は、MBOの場面では、他のM&A取引の場面とは異なった、特別な内容の義務を負うと考えることもできるかもしれない。MBOは、取締役と株主の間に利害対立のある取引であるとともに、新旧株主間に利害対立のある取引でもある。新旧株主間の利害対立に着目して、対象会社の取締役（MBO取締役と非MBO取締役の両方）は、MBOを行う場合は、株主間の公正を確保する義務があると考えられることもできる。レックス高裁判決（東京高判平成25年4月17日金融・商事判例1420号20頁）が設定した公正価値移転義務はこのような発想の義務であると考えられることもできる。玉井・司法審査のあり方・113-114頁参照。このように考えると、公正価値移転義務は株主間に利害対立がある場面に限定される特別の義務ということになる。

公正価値移転義務については、別の理解もありうる。公正価値移転義務は公正な対価の獲得を図る義務であると考えられるのである。MBOの場面では、対象会社の取締役がその株主に代わって株式の対価（価格）を決めることになるので、株主の利益（対価に関する利益）を守るために、公正な対価を獲得するように尽力する義務があると考えられることができる。このように考えると、公正価値移転義務は、MBOの場面だけでなく、株主に代わり取締役が対価を決定することになる他のM&A取引の場面にもあてはまる、一般的な内容の義務であるということになる。この点については、例えば、伊藤靖史ほか『会社法〔第3版〕』（2015年）385-386頁〔田中亘〕も参照。なお、飯田・前掲注117・31-32頁も参照。

154) 本稿では、監査役会設置会社を念頭に置いて考えており、議論を単純にするために、対象会社の経営者は全員取締役であることを想定している。

② 義務違反の有無の審査方法

(a) 厳格な審査：公平性の審査

MBO における取締役の義務違反の有無はどのように審査されるべきか。MBO は事案ごとの個性が強く、MBO 取締役の利益相反の程度や影響力は大きく異なる。MBO 取締役の対象会社の意思決定過程への影響力をどの程度のものと評価し、MBO 取締役の立場を実質的にどのように捉えるかによって、考え方は分かれうる¹⁵⁵⁾。以下で述べるように、MBO 取締役は対象会社の意思決定過程に大きな影響力を有しうるので、取引の両方の側に立つと考え、裁判所は取締役の義務違反の有無を厳格に審査すべきである¹⁵⁶⁾。義務を果たしたといえるためには、取引の公平性が求められると考えるべきである。

MBO の場面では、対象会社の取締役全員が MBO に参加するのでなければ、対象会社の取締役は、MBO に参加する MBO 取締役と、参加しない非 MBO 取締役に分かれることになる。MBO 取締役は、支配株主と異なり、議決権を背景に取締役・取締役会や株主総会を支配しているわけではないので、対象会社を思うままにできるというわけではない。しかし、MBO 取締役は、取締役・取締役会レベルでも、株主レベルでも、対象会社の意思決定を左右しうるような、事実上の影響力を有している場合がありうると考えられる¹⁵⁷⁾。例えば、MBO 取締役が対象会社の創業者や社内の実力者であれば、人事権や人的関係を利用して、他の取締役や重要な使用人に直接・間接に圧力をかけ、事実上の影響力を及ぼすことができる場合があると思われる。MBO 取締役の存在自体が会社にとって重要な意味があり、会社の価値を左右しうる場合は、その影響力は極めて大きいだろう。MBO に参加する取締役が取締役会の多数を占めているような場合も、その影響力は大きいと思われる。MBO 取締役は、MBO について特別の利害関係

155) MBO といっても、非常に多様であり、個性性が高い。MBO 取締役の利益相反の程度も異なりうる。買収側に多くの資金を拠出しており、経済的な利益相反性が強い場合もあれば、そうでない場合もある。対象会社に対する影響力も異なりうる。MBO 取締役が対象会社の意思決定過程に事実上の強い影響力を及ぼすことができる場合もあれば、弱い影響力しか与えることができない場合もありうる。経済的な利益相反と対象会社の意思決定過程への影響力が共に強い場合から、両方とも弱い場合まで、様々な場合がありうる。どの場合を基準にするかで考え方は分かれるが、本文で述べるように、安全側をとり、利益相反と影響力が共に強い場合を基準に考えるべきである。

を有しており、MBOに関する対象会社の取締役会決議に加わることはできないが、取引が形成されていく過程で、取締役会以外の場で他の取締役に事実上の影響力を行使し、MBO取締役の利益に適う判断をするように、直接・間接に圧力をかけることがありうると考えるべきである¹⁵⁸⁾。

156) MBOは、縮出取引と独立当事者間のM&A取引の間に位置するといえる。縮出取引のように、対象会社の取締役・取締役会と株主・株主総会が買収側に支配されていて、買収側の思い通りになりうる、というわけではない。だからといって、独立当事者間のM&A取引のように、対象会社の取締役と株主が買収側の影響を受けずに、自由に判断できる、というわけでもない。MBOは、事案ごとの個性が強く、縮出取引に近いものから、独立当事者間のM&A取引に近いものまで、様々な場合がありうる。そのため、MBOにおける取締役の義務違反の有無をどのように審査すべきかを考える際も、二つのアプローチがありうる。

一つは、縮出取引に引き付けて考えるアプローチである。MBO取締役は、支配株主と異なり、結果の実現をできる立場にはないが、結果の実現に大きな影響を及ぼすことができる場合がありうるので、安全側をとり、懐疑的な態度で臨むのである。本文では、このように考え、縮出取引に引き付ける形にして議論を展開している。この点については、Guhan Subramanian, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 HARV. L. REV. 590, 652-53 (2016) も参照。なお、加藤貴仁「MBOと親会社による子会社の非公開化の規制は同一であるべきか？」田中亘＝森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け——制度と実証』(有斐閣、2016年) 193頁も参照。

もう一つは、独立当事者間のM&A取引に引き付けて考えるアプローチである。結果への影響力といっても、それは事実上のものにすぎず、その影響力は大きいとは限らないので、MBOを特別視しないのである。

MBOといってもその性質は様々であるので、取締役の義務違反の有無を審査する際も、本来であれば、問題となったMBOの性質に応じた審査をすべきであるように思う。問題となったMBOが縮出取引に近い性質を持つのか、それとも独立当事者間のM&A取引に近い性質を持つのかというMBOの性質決定をした上で、縮出取引に近い性質を持つ場合は縮出取引を審査するのと同じように厳格な審査をして、独立当事者間のM&A取引に近い性質を持つ場合は独立当事者間のM&A取引を審査する場合と同じように審査するのである。しかし、実際には、MBOがどちらに近い性質を持つのかを判別するのは困難であると思われる。そのため、本稿では、形式的な条件を設定し、その条件が満たされているかどうかで審査方法を使い分けるという次善のアプローチを用いている。厳格な審査が行われないために必要となる、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるために必要な条件を設定し、その条件が満たされなければ厳格な審査を行い、満たされている場合は独立当事者間のM&A取引を審査するのと同じ方法で審査するというアプローチを提唱している。

157) MBO取締役の影響力が弱い場合もありうる。MBO取締役が会社の創業者でなかったり、会社にとって不可欠の存在とはいえず、別の者が経営者になっても会社の価値は大して変わらないと思われるような場合もありうる。MBO取締役の保有する対象会社の株式の割合が小さい場合もありうる。このような場合は、MBO取締役の影響力は弱いだろう。

MBO 取締役が対象会社の創業者である場合は、大株主（例えば発行済株式（議決権）の 20% を保有）であることも多いと思われる。MBO 取締役が大株主であれば、議決権の過半数以上を保有する支配株主ではなくても、対象会社の経営陣はその意向を無視できず、経営陣に対する株主としての影響力も大きいだろう。大株主であれば、公開買付けへの応募や株主総会の決議¹⁵⁹⁾など、MBO に対する株主の賛否が問われる場面でも、結果に大きな影響を与えうる。

このように、MBO 取締役は、対象会社の取締役・取締役会レベルと株主レベルの両方のレベルで事実上の影響力を有している場合がありうる应考虑すべきである¹⁶⁰⁾。このような立場にある MBO 取締役が、自己の利益を追求するためにその影響力を行使したために、対象会社の取締役・取締役会の判断が歪められている可能性が高いので、取締役の判断には強い懐疑の目を向けるべきである。

裁判所は、MBO 取締役は対象会社の意思決定過程に事実上の影響力を及ぼすことができるという前提に立ち、取締役の義務違反の有無を厳格に審査すべきである¹⁶¹⁾。MBO では、対象会社の株式の売主である株主に代わり、対象会社の

158) MBO 取締役の事実上の影響力が他の取締役に及びうるということを前提にした上で、MBO における取締役の義務違反の有無の審査のあり方を考えるようにする方が、会社法の考え方と整合的であると思われる。会社法は取締役の他の取締役に對する事実上の影響力を重視していると考えられるからである。この点については、前掲注 124 も参照。MBO の場面でも、MBO 取締役が取引の両方の側に立ち、対象会社の意思決定過程に事実上の影響力を行使しようという点を重視すべきである。

159) 一回の取引で MBO が行われる場合である。

160) MBO 取締役（取締役連合）は、他の買収者に比べると、様々な点で、圧倒的に有利な立場にいる。MBO 取締役は、対象会社の取締役であるので、対象会社の意思決定に、直接・間接に、事実上の影響を与えることができる立場にあるといえる。MBO 取締役は、対象会社の取締役であるので、対象会社の様々な内部情報にアクセスできる。MBO 実施のための手続を開始した後は情報遮断されるとしても、開始前までに得た様々な情報はあろうし、開始後も、対象会社内における事実上の影響力を背景に、情報を得ることができるかもしれない。MBO 取締役が大株主であれば、MBO 取締役の同意がない限り、他の買収者が M&A 取引完了のために必要な株主の賛成（公開買付けへの応募など）を得るのは困難であろう。このように、MBO 取締役（取締役連合）は他の買収者と比べて圧倒的に有利な立場におり、他の買収者がこのような優位性に打ち勝つのは困難であるため、会社支配権市場のメカニズムが機能しにくいことも、取締役の判断に懐疑の目を向けるべき理由になりうる。

161) MBO 取締役自身の判断だけでなく、MBO 取締役の影響力により非 MBO 取締役の判断も歪められている可能性が高いので、非 MBO 取締役の判断も厳格に審査されるべきである。

取締役が株式の売値となる公開買付価格などを交渉し、決定する。MBO 取締役は対象会社の取締役であるので、売主の側にいるといえる。対象会社の株式の買主は取締役連合であるので、MBO 取締役は買主の側にも立っているといえる。MBO 取締役は、買主の側だけでなく、売主の側の MBO に関する意思決定にも事実上の影響力を行使しうる立場にあるといえるので、取引の両方の側に立つと考えられる。MBO 取締役は、取引の両方の側に立っているので、どちらか一方を優遇してはならず、両方の側を平等に、公平に取り扱う必要があると考えるべきである。取引が両方の側にとって最善であるといえないなら、両方を同じように公平に扱っておらず、義務を果たしたとはいえないと考えるべきである。そのため、MBO 取締役の義務違反の有無を審査する際は、取引の公平性が厳密に求められるべきである。

取引相手の選択について、取引の両方の側を同じように扱う必要があるので、どちらか一方に妥協を強いてはならず、お互いがお互いにとって最善の取引相手（最高利用者）であることが必要であると考えられるべきである。対象会社にとって買収者が最善の取引相手（最高利用者）であり、買収者にとって対象会社が最善の取引相手（最高利用者）であるような取引であることが必要であると考えられる¹⁶²⁾。対価についても、両方の側を同じように公平に取り扱う必要があるので、どちらにとっても同じだけ有利な対価であることが必要であり、対象会社側と買収者側を等しく満足させるような対価（価格）であることが必要であると考えられるべきである。そのため、MBO によって生じうる価値の増加分を、対象会社側（売手側）と買収者側（買手側）の間で等しく分け合うような価格である必要があると考えるべきである。裁判所は、問題となっている MBO が、取引相手の選択と対価について、このような意味での公平な取引になっているといえる

162) 買収側（取締役連合）の方は、通常は、MBO を行うために設立された殼会社（受皿会社。shell company）であるので、対象会社が最善の取引相手であると考えられる（買収のためだけに設立された殼会社なのだから、対象会社以外を買収することは、定款の目的の範囲外の行為となるだろう）。そのため、対象会社の方にとって殼会社（取締役連合）が最善の取引相手であるかどうかだけを考えればよいと思われる。他の潜在的・顕在的買収候補者と比べて、取締役連合は対象会社の価値を最も高めうる相手かどうかを判断すべきである。

かを審査すべきである¹⁶³⁾。

MBO 取締役は、取引の両方の側に立つといえるので、自己のために取引をした取締役と同じように考え、利益相反取引規制¹⁶⁴⁾の趣旨を及ぼして、義務違反を推定すべきである。そのため、問題となった MBO は上述の意味での公平な取引であるということを証明¹⁶⁵⁾する責任は、MBO 取締役にありと考えるべきである。

MBO に参加しない非 MBO 取締役の判断も、MBO 取締役の事実上の影響力の行使により歪められているおそれがあるので、非 MBO 取締役の義務違反の有無についても、MBO 取締役と同様に、厳格に審査されるべきである¹⁶⁶⁾¹⁶⁷⁾。MBO 取締役の場合と同様に、非 MBO 取締役にも利益相反規制の趣旨を及ぼし、利益相反取引に賛成した取締役と同じように考えて、義務違反を推定すべきである。そのため、非 MBO 取締役も、問題となった MBO が公平な取引であるということを証明する責任を負うと考えるべきである。

(b) 審査方法の使い分け

MBO における取締役の義務違反の有無は、常に厳格に審査されるべきである

163) 取引相手についても、対価についても、問題となった MBO が取引の両方の側にとって最善であり、公平であるといえなければ、取締役に義務違反があることになる。取締役が義務を果たしたと裁判所に認めてもらうためには、公平な取引という結果の実現が必要であるため、非常に要求度が高い。取引の公平性という実体的側面について、裁判所による判断代替的な審査が行われる、裁判所の介入度が非常に高い審査方法である。

164) 会社法 356 条・365 条、423 条。

165) 民事保全手続の場合は、疎明である。

166) 非 MBO 取締役は、MBO 取締役と異なり、買収側に加わるわけではなく、取引の両方の側に立っているとはいえないので、非 MBO 取締役の義務違反の有無を厳格に審査する必要はないようにも思える。しかし、MBO 取締役が対象会社の他の取締役に事実上の影響力を及ぼすことができるということを前提に考えているので、事実上の影響を受けて非 MBO 取締役の判断が歪められていないか、厳格に審査すべきである。

非 MBO 取締役自身が MBO の成否に利害関係を持つ場合もありうる。非 MBO 取締役は、買収側に資金を拠出しておらず、買収価格を巡る経済的な利益相反はないといえる場合であっても、MBO 後の対象会社に取締役など役員・経営者として残ることになっているかもしれないし、MBO の成功を支払の条件とする高額の退職慰労金が約束されているかもしれない。このような場合は、MBO 自体のメリットで MBO の是非を判断せず、MBO 取締役に迎合する判断を行う可能性は高くなる。

というわけでもない。厳格に審査すべきなのは、取引の両方の側に立つといえるMBO取締役が、対象会社の意思決定過程に事実上の影響力を及ぼしうるため、取締役の判断が歪められている可能性が高いからである。このような影響力が排除されており、問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえるのであれば、厳格な審査は必要ではなく、独立当事者間のM&A取引を審査する場合と同じ方法で審査したのでよいと考えるべきである。そのため、以下では、MBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえるためには、どのような条件が必要であるかを考えていく。

MBOが独立当事者間のM&A取引に相当するかどうかで審査方法を変えるとすると、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるために必要な条件が重要になる。その条件が一般株主の保護のレベルを左右するからである。厳格な審査方法が用いられる場合は、取締役の義務違反が認められやすくなるので、取締役の責任が肯定される可能性も高くなる。独立当事者間のM&A取引に相当するといえるための条件が厳しく、厳格な審査方法が用いられる場合が多い方が、株主保護に資すると思われる。さらに、買収側は、厳格な審査方法の適用を回避するために自発的にその条件を満たそうとするはずなので、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるための条件を厳密に求めることで、実際に行われ

167) 取締役の責任の有無を判断する場合は、会社法360条の差止めの可否を判断する場合と異なり、MBO取締役と非MBO取締役は異なる取扱いを受けることになると考えられる。会社法360条の場合は、法令違反(取締役の義務違反)と会社の損害が問題になるだけであり、帰責性は問題とならないのに対し、責任追及の場合は、義務違反(任務懈怠)と帰責性という二層構造の判断枠組が用いられているからである。義務違反の有無が審査される際は、MBO取締役も非MBO取締役も、公平性の基準を用いて、厳格に審査されるべきである。MBO取締役と非MBO取締役の義務違反の有無は、いずれも、公平な取引という結果が実現されているかどうかで決まることになり、差はないことになる。しかし、帰責性の有無が判断される際は、MBO取締役と非MBO取締役は異なった取扱いを受けるべきである。MBO取締役は、買収側にも立つので、公平な取引を行おうと思えば行うことができる立場にあるといえる。いわば結果の実現をできる立場にあるので、財務アドバイザーの算定結果に重大な誤りがあったなどの特殊な事情がない限り、帰責性がないということはできないと考えるべきである。MBO取締役は、利益相反取引規制における自己のために取引を行った取締役と類似の立場にあると考えられる。それに対し、非MBO取締役は、買収側の協力がなければ、公平な取引という結果の実現をできる立場にはないといえるので、公平な取引を実現するための努力を怠っていなければ、帰責性がないとして、責任を免れることができる場合があると考えられるべきである。

る MBO の手続的・実体的な質の向上を促すことができ、株主の利益の確保につながると思われる。

MBO を行うための手法には様々なものがある。用いる手法によって株主保護のレベルが異ならないようにするために、MBO 実施のための手法が異なっても、審査方法を変えるための条件は同じように考えるべきである。取引手法を選択するのは、MBO 取締役やその影響下にある対象会社の取締役・取締役会であるので、取引手法によって審査方法を変えるための条件が異なるとすると、構造的に一般株主を害しうる立場にある MBO 取締役が株主保護のレベルを左右しうることになってしまうからである¹⁶⁸⁾。そうならないように、取引手法が異なっても、審査方法を変えるための条件は同じように考えるべきである。最も株主保護が手厚い手法を基準に考え、他の手法を用いた場合も、可能な限りそれと同じように考えるべきである¹⁶⁹⁾。株主保護のレベルが最も高い手法は、取締役会の賛成（取締役会決議）と株主の賛成（株主総会決議）の両方を必要とする、合併などの組織再編を用いた手法であると考えられる¹⁷⁰⁾。そのため、以下では、MBO が現金を対価とする合併（吸収合併）という手法を用いて一回の取引で行われる場合を基準にして審査方法を変えるための条件を考えた上で、それを MBO が二段階の取引で行われる場合に応用することを考える。

独立当事者間で合併を行うためには、取締役会の決議と株主総会の決議の両方が必要である。独立当事者間の合併であれば、対象会社の取締役や株主は、取引相手（買収側）の影響を受けることなく、取締役は会社と株主の最善の利益の観点から、株主は自己の最善の利益の観点から、合併について自由に判断すること

168) この点については、玉井・キャッシュ・アウト (3)・355-356 頁も参照。

169) 取引手法が異なっても、株主保護に資するように、可能な限り規制の実質を揃え、調和を図るべきである。この点については、前掲注 145 も参照。

170) 全部取得条項付種類株式や株式併合を用いる場合も、通常は、取締役会決議と株主総会決議の両方が必要であると考えられる。例えば、MBO 実施のために株式併合を用いる場合は、株式併合について決議するために株主総会を開催する必要がある、通常は、取締役会決議で株主総会の議案と開催を決定しなければならないからである。しかし、会社法の規定上は、取締役会決議をなしで済ますことも可能である。MBO 取締役が株主総会を招集することができるだけの株式数（議決権割合）を保有していれば、取締役会決議を経ずに株主総会を招集し、MBO 実施のための株式併合を付議することも可能であるからである。この点については、玉井・前掲注 64・229 頁注 86 も参照。

ができる。MBOが独立当事者間の合併に相当するといえるためには、取締役・取締役会と株主が買収側（MBO取締役）の影響を受けずに、自由に判断することができるようになっていなければならないと考えるべきである。

まず、取締役レベルでMBO取締役の影響力が排除されているといえるように、独立当事者間の合併において取締役会が果たす役割を機能的に代替する、独立性¹⁷¹⁾と必要な権限を備えた第三者委員会¹⁷²⁾が対象会社に構築されている必要があると考えるべきである¹⁷³⁾。独立当事者間の合併では、対象会社の取締役は、M&A取引を行うかどうか、取引相手を誰にするか、対価をどうするかについて自由に判断できるので、MBOが独立当事者間の合併に相当するといえるためには、第三者委員会にもこれらの事項について判断する権限が与えられている必要があると考えるべきである¹⁷⁴⁾。MBOを拒絶する権限だけでなく、MBO以外の他のM&A取引を検討し、他の買収者を探索・勧誘する権限や、買収側（取締役連合）と交渉する権限だけでなく、他の買収者と交渉する権限も付与されている必要があると考えるべきである¹⁷⁵⁾。

次に、株主レベルでもMBO取締役の影響力が排除されているといえるように、

171) 買収側の関係者（MBO取締役やファンド等）やMBOと利害関係がないことが必要である。独立性の考え方については、玉井・キャッシュ・アウト（3）・363-365頁とそこで引用されている文献を参照。

172) 独立当事者間の合併において取締役会が果たしている役割に相当する役割をMBOの場面で果たしうる機能代替物は、第三者委員会である必要はなく、独立性を備えた社外取締役でもよいようにも思える。しかし、判断の質と交渉力の確保・向上、会社法の会議体に関する考え方との整合性から、第三者委員会という会議体を設けることが必要であると考えるべきである。この点については、玉井・キャッシュ・アウト（3）・362頁、404頁注129を参照。

173) 第三者委員会の設置やそのメンバーの選定を行うための取締役会決議と、第三者委員会の判断を会社の判断とするための取締役会決議にも独立性が必要であると考えるべきである。この点については、玉井・キャッシュ・アウト（3）・363-364頁を参照。

174) 独立当事者間の合併に相当するといえるために第三者委員会に付与されるべき権限は、MBOと締出取引では異なると考えるべきである。MBOの場合は、取締役は支配株主に支配されているわけではなく、判断の自由があるので、MBOが独立当事者間の合併に相当するといえるためには、独立当事者間の合併において取締役が行使することのできる権限と同等の権限が第三者委員会に付与されている必要があると考えるべきである。締出取引の場合は、対象会社の取締役は支配株主に支配されているので、そこまでの権限は必要ないと考えるべきである。締出取引の場合に第三者委員会に付与されるべき権限については、玉井・キャッシュ・アウト（3）・366-367頁を参照。

MBO の実施のために、買収側（取締役連合）や MBO と利害関係のない株主の株式（議決権）の 3 分の 2 以上の賛成が必要であると考えるべきである¹⁷⁶⁾。

さらに、独立当事者間の合併であれば、取締役会と株主総会の両方の賛成がなければ合併を行うことができないので、必要な権限を備えた独立性のある第三者委員会の賛成と、買収側や MBO と利害関係のない株主の賛成の両方が MBO 実施のための条件となっていることが必要であると考えるべきである¹⁷⁷⁾。そのため、買収側（取締役連合）は、これらの条件が満たされない限り MBO を行わないと確約し、公表しておく必要があると考えるべきである¹⁷⁸⁾。

MBO が二段階取引で行われる場合も、独立当事者間の M&A 取引に相当するといえるための条件は同じように考えるべきである¹⁷⁹⁾。MBO 実施のための手法が異なっても株主保護のレベルが同じになるようにすべきであるからである。上述のように、必要な権限を備えた独立性のある第三者委員会の賛成と、

175) さらに、第三者委員会がその職務を行う際に必要となる財務アドバイザーと法務アドバイザーを、第三者委員会が独自に雇う権限も与えられている必要があると考えるべきである。アドバイザーの選任権限については、玉井・キャッシュ・アウト (3)・367 頁も参照。

176) 買収側や MBO と利害関係のない株主の賛成は、議決権の過半数の賛成では足りず、3 分の 2 以上の賛成が必要であると考えるべきである。独立当事者間で、公開買付けを前置する二段階取引を行う場合は、必ずしも 3 分の 2 以上の賛成は必要ないかもしれない。独立当事者間の二段階取引であれば、議決権の過半数を獲得すれば、買収者は支配株主になることができるので、株主総会を支配できるからである。株主総会を支配すれば、取締役の選任解任を通じて取締役会も支配できるので、発行可能株式総数に余裕があれば、支配株主が議決権の 3 分の 2 以上を持つことができるように買収者（支配株主）を割当先とする新株の発行をさせることができる。しかし、取引手法が異なっても、厳格な審査方法を用いないための条件は同じように考えるべきなので、合併を基準に考えるべきである。合併の場合は、議決権の過半数の賛成では意味はないので、3 分の 2 以上の賛成が必要であると考えるべきである。

177) 必要な権限を備えた独立性のある第三者委員会の賛成か、利害関係のない株主の賛成の、いずれか一方しか条件となっていない場合は、厳格な審査を行うべきである。いずれか一方だけでは、独立当事者間の M&A 取引に相当するとはいえないからである。独立当事者間の M&A 取引に相当するといえるからこそ、審査方法を変え、厳格な審査を行わないようにできると考えるべきである。審査方法を変えるための条件は、独立当事者間の M&A 取引との類似性を厳密に求めるべきである。

178) 買収側（取締役連合）のコミットメントも必要であると考えるべきである。この点については、玉井・キャッシュ・アウト (3)・360-362 頁も参照。

179) この点については、玉井・キャッシュ・アウト (3)・375-378 頁を参照。

MBOや買収側と利害関係のない株主の賛成（公開買付けへの応募¹⁸⁰⁾）の両方が、MBO実施の条件となっていることが必要であると考えべきである。さらに、二段階取引の場合は、公開買付けの強圧性を排除するために、第一段階の公開買付けの価格と第二段階の取引の対価の額（価格）が同じであることを追加の条件とすべきである。買収側（取締役連合）が、これらの条件が満たされない限りMBOを行わないということを確約し、公表していることが、厳格な審査を行わないための前提条件となると考えるべきである。

これらの条件が全て満たされているのであれば、そのようなMBOは独立当事者間のM&A取引（合併）に相当すると考えて、MBOにおける取締役の義務違反の有無は、独立当事者間のM&A取引において取締役の義務違反の有無を審査する場合と同じ方法で審査したのでよいと考えるべきである¹⁸¹⁾。既にⅡ 4.(3)で述べたように、独立当事者間のM&A取引であっても、M&A取引を行うことで新たに支配株主（支配者）が形成される場合は、取締役の判断は精査されるべきである。MBOは対象会社の支配権が分散した一般株主から取締役連合に移転する取引であり、新規に100%保有の支配者が形成される取引であるので、取締役の判断は尊重されず、精査されるべきである。

Ⅱ 4.(3)で述べたように、裁判所が取締役の義務違反の有無を審査する際は、

180) 利害関係のない株式の3分の2以上の応募が必要であると考えべきである。

181) 十分な利益相反回避措置が採られている場合のように、手続が公正であるといえる場合には、取締役の義務違反の有無は経営判断原則で審査されるべきであると主張されることが多い。例えば、飯田・前掲注117・32-33頁、田中・前掲注117・24頁。手続的公正性が確保されていれば、そのMBOは独立当事者間のM&A取引に相当するといえ、独立当事者間のM&A取引であれば、裁判所は取締役の判断を尊重すべきであるので、取締役の義務違反の有無は経営判断原則によって審査されるべきであると考えているものと思われる。しかし、Ⅱ 4.(3)で述べたように、独立当事者間のM&A取引であっても、取締役の判断を尊重すべきではない場合がありうると考えるべきである。独立当事者間のM&A取引によって新たに支配株主（支配者）が形成される場合は、裁判所の精査が必要であると考えべきである。MBOは新規に支配者の形成されるM&A取引であるので、問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえる場合であっても、取締役の判断は尊重されるべきではないことになる。本稿の考え方では、独立当事者間のM&A取引に相当するといえることで審査方法が変わる意味は、裁判所の尊重を受けることにあるのではなく、取引の公平性という実体的な側面について、裁判所による判断代替的な審査が行われなくなることにある。特に、価格の公平性が問われないことになる点に意味がある。

取締役の判断の合理性を審査すべきである。取締役の判断は合理的な過程の産物であるかが問われるべきであり、判断に至った過程の合理性が審査されるべきである。取締役の義務は、最高利用者へ移転する義務ではなく、最高利用者に移転するようにする（移転を図る）義務であるので、移転するようにするために合理的な努力を尽くしているかが問われるべきであるからである¹⁸²⁾。判断の過程が合理的であるといえるのであれば、選択した取引相手は最高利用者であろうと考え、義務を果たしたと考えるのである¹⁸³⁾。支配株主の存在自体が経営資源の効率的な配分の達成の阻害要因となりうるので、新たに支配株主が形成されるよう

182) 対価に関する義務についても同様である。最善の対価を獲得する義務ではなく、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務であるからである。最善の対価であるかどうかを直接判断するのではなく、できるだけ有利な対価を獲得するためにどのような努力がなされたかという、望みうる最善の対価であると判断するに至った過程の合理性を審査すべきである。

183) 公平性の審査の場合は、問題となった MBO が公平な取引でなければ、MBO 取締役にも、非 MBO 取締役にも、取締役の全員に義務違反があることになる。合理性の審査の場合は、結果の実現のために合理的な努力がなされているかが問題となる。非 MBO 取締役と MBO 取締役では、MBO を行う過程で果たしている役割が異なるので、結果の実現のために必要とされるべき合理的な努力も異なっている。そのため、合理性の審査を行う場合は、以下で述べるように、義務違反のある取締役とそうでない取締役がいることがありうる。

非 MBO 取締役の場合は、取締役連合が最高利用者であるかどうかを判断するために合理的な努力をしているかが問題となる。他の買収者を勧誘したり、財務アドバイザーに他の買収候補者の探索を依頼したりするなど、取締役連合が最高利用者であるかどうかを見極めるために必要と思われる努力をしていれば、義務を果たしたと考えられるだろう。対価についても、独立したアドバイザーの助言を得ながら、取引相手の留保価格の上限を目指して交渉し、可能であれば他の買収候補者の提示する対価（価格）と比較するなど、できるだけ有利な対価（価格）を獲得するための努力をしているのであれば、義務を果たしたと考えられるだろう。

MBO 取締役についてはどうか。MBO では、MBO 取締役が対象会社の意思決定過程に事実上の影響力を行使して、自分に都合のよい取引を実現させてしまうおそれがあることが問題である。そのため、MBO 取締役は、公平な MBO が行われるように、対象会社の側で行われる取引相手の選択や価格の決定がなされる判断の過程に関与してはならないと考えるべきである。そのため、関与しないことが結果の実現のための合理的な努力であり、通常は、関与しないことでその義務を果たすことになると思われる。非 MBO 取締役や対象会社の使用人に MBO に関する指示を出したり、対象会社側の情報を入手しようとしたりするなど、何らかの方法で対象会社の側の意思決定過程に関与したり、事実上の影響力を行使していたりしないかが審査されるべきである。MBO 取締役は、対象会社側の意思決定過程に干渉していなければ義務を果たしたと考えられる。

なM&A取引を行う際は、取締役は特に注意を払うべきであるから、義務の履行を促すために、取締役はその判断の合理性を証明する責任を負うと考えるべきである。

このように、裁判所がMBOにおける取締役の義務違反の有無を審査する場合は、まず、問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえるかどうかを審査すべきである。相当するといえないのであれば、取締役の判断は厳格に審査されるべきであり、問題となったMBOが取引の両方の側にとって公平であるかどうかを審査されるべきである。相当するといえるのであれば、取締役の判断の合理性が審査されるべきである¹⁸⁴⁾。

(ii) 会社の損害

会社法360条のもう一つの要件は、会社の損害である。取締役の法令違反（義務違反）の行為によって会社に損害¹⁸⁵⁾が生じるおそれがあることが必要である。既に述べたように、取締役は、MBOを行うのであれば、対象会社が最高利用者へ移転するようにする義務と、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務を負うと考えるべきである。以下では、これらの義務に違反したために会社に損害が生じるおそれがあり、会社法360条の要件を満たすかどうかを考えていく。MBOを行うことで対象会社の企業価値が低下すると見込まれる場合だけでなく、企業価値が向上すると見込まれる場合も、状況によっては会社に損害が生じるおそれがあるといえる場合もありうると思われるので、以下では場合を分けて検討していく。

184) このような審査方法を用いることで、取締役の義務違反の有無は、取引の構造や取引の形成過程など、手続的な側面を中心に審査されることになる。まず、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるために必要な条件が満たされているかを判断するために、MBO実施のための手続的な側面が審査されることになる。取締役レベルの問題として、第三者委員会が設置されているかどうか、設置されている場合は、設置に至る過程や、そのメンバーの独立性、付与された権限などが審査される。株主レベルの問題として、MBOや買収側と利害関係のない株主の賛成がMBO実施の条件となっているかどうか、なっている場合は「利害関係」が適切に定義されているかなどが審査される。必要な条件が満たされている場合は、最終的な結論に至るまでの取締役の判断の過程の合理性が審査されることになる。価格という実体的側面が審査される場面は限定される。

185) 本稿では監査役会設置会社を念頭に置いて考えているので、回復できない損害である。

① 企業価値低下の場合

MBO を行うことで対象会社の企業価値が低下すると見込まれる場合、すなわち、取引相手として選択した取締役連合は、企業価値を低下させるような相手であった場合である。

この場合は、取締役は、対象会社が最高利用者に移転するようにする義務に違反していると考えられる。取締役の義務違反の有無を審査する際は、Ⅲ 1.(1)(i)

②で述べたように、問題となった MBO が独立当事者間の M&A 取引（合併）に相当するといえるかどうかで審査方法（審査基準）を使い分けるべきであるので、場合を分けて考える必要がある。

取締役の義務違反の有無を審査するために公平性の基準を用いた場合は、問題となった MBO が取引の両方の側にとって公平かどうか、すなわち取引相手が最善の相手（最高利用者）であり、企業価値の増加分が公平に分配されているかが審査されることになる。対象会社の企業価値を下落させるような取引相手は対象会社にとって最高利用者とはいえないので、公平な取引とはいえず、取締役¹⁸⁶⁾に義務違反があることになる。

合理性の基準を用いた場合は、取締役の判断の合理性が審査される。取締役が、対象会社が最高利用者へ移転するようにするために必要な合理的な努力を尽くしていれば、通常は、企業価値を低下させるような取引相手を選択するとは思われない。そのような取引相手を選択するという判断は、通常は、合理的な過程の産物とは考えられないので、取締役¹⁸⁷⁾に義務違反があると考えられる。

企業価値を低下させるような MBO が完了してしまうと、その取引がなかった状態に巻き戻すのは事実上不可能なので、会社に回復することができない損害が生じると考えられる。そのため、企業価値を低下させるような MBO を行うことは、取締役の義務違反であり、会社に回復できない損害が生じることになるので、会社法 360 条の要件を満たすと考えられる。

186) MBO 取締役と非 MBO 取締役の両方である。前掲注 183、後掲注 197 を参照。本文の②、③の場合も同様である。

187) 通常は、対象会社側の取締役（非 MBO 取締役）の義務違反である。前掲注 183、後掲注 197 を参照。本文の②、③の場合も同様である。

② 企業価値増加の場合 その1: 複数提案の場合

①の場合と異なり、MBOを行うことで対象会社の価値が増加すると見込まれる場合である。この場合も、取締役の義務違反により、会社に損害が生じるおそれがあるといえる場合がありうると思われる¹⁸⁸⁾。それは、取締役連合よりもさらに対象会社の価値を高めると見込まれる他の買収者から、現実には買収提案がなされている場合に、あえて取締役連合を選択し、MBOを行っている場合である。

次のような例で考えてみよう。対象会社に対し、取締役連合（ビッダー1）だけでなく、他の買収者（ビッダー2）も買収提案をしており、他の買収者（ビッダー2）の方がよりよい買収価格を提示しているとする。通常は、対象会社を獲得することで生み出されると期待される価値が大きければ大きいほど、高い対価額を提示することができると考えられるので¹⁸⁹⁾、他の買収者（ビッダー2）に獲得された方が取締役連合（ビッダー1）に獲得されるよりも対象会社の価値が高まると期待できる。このような状況で、MBOを行うために取締役連合（ビッダー1）を選択したとする。

この場合は、取締役は、対象会社が最高利用者に移転するようにする義務に反したと考えられる。取締役の義務違反の有無が公平性の基準で審査される場合は、問題となったMBOが取引の両方の側にとって公平でないと義務を果たしたといえる以上は、取締役連合（ビッダー1）は対象会社にとって最善の相手（最高利用者）とはいえないので、取締役に義務違反があることになる。

合理性の基準で審査する場合も、取締役は義務に反したとされる可能性が高い。通常は、高い価格を提示する方が最高利用者であると考えるのが合理的なので、サブオプティマルな取引相手である可能性の高い取締役連合（ビッダー1）を選択するのは合理的な判断ではなく、取締役は義務に違反していると判断される可能性が高いと思われる。

MBOを行おうとしている時点で、取締役連合（ビッダー1）よりも対象会社の企業価値を高めると見込まれる他の買収者（ビッダー2）が実際に登場している場合は、取締役連合（ビッダー1）を選択することが会社の損害になると考えるべきである¹⁹⁰⁾。MBOを行うことで、対象会社の価値をより向上させる機会

をみすみす逃しているからである。MBO を行うことにより取締役連合という非上場の支配株主（支配者）が新規に形成されてしまうことになる。より企業価値

188) 本文の①の場合のように、現在よりも企業価値が低下すると見込まれるのであれば、会社の損害が生じるおそれがあるといえるのは問題ない。例えば、田中・前掲注 6・19-20 頁。

現在よりも企業価値が向上すると見込まれる場合でも、会社の損害が生じるおそれがあると考えられるべき場合があると思われる。機会費用が生じる場合である。企業価値を高める選択肢が複数ある場合に、企業価値を少ししか高めないとされる選択肢 m を選択し、企業価値を大きく高めると見込まれる選択肢 n を放棄した場合は、より大きな企業価値向上の機会を失うことになるので、会社に損害（選択肢 m を選択することで失われた企業価値増加分）が生じると考えるべきである。

敵対的買収に対する防衛策の可否を判断する場面では、このような機会費用に着目した考え方が用いられているように思われる。防衛策を用いることが認められるかどうかは、企業価値の大小で決せられるべきであると考えられているからである。例えば、企業価値研究会「企業価値報告書」（2005 年 5 月 27 日）83 頁（判断基準として企業価値基準を提唱）。企業価値の大小を基準にすると、防衛策を用いて対象会社が買収提案を拒絶した場合に見込まれる対象会社の企業価値と、防衛策を用いずに対象会社が敵対的買収者に買収された場合に見込まれる企業価値の大きさを比べて、前者が後者を上回っている場合にのみ、防衛策を用いることが認められるべきことになる。

次のような例で考えてみよう。対象会社の企業価値が 100 であるとする。敵対的買収者に買収され、敵対的買収者の事業計画を実施することで対象会社の企業価値が 120 に増加すると見込まれるとする。防衛策を用いて対象会社の独立を維持し、現在の経営陣の策定する事業計画を実施することで対象会社の企業価値は 110 に増加すると見込まれるとする。この場合は、企業価値の大小を基準に考えると、より企業価値を高めるとされる敵対的買収者に買収されるべきであり、防衛策は用いられるべきではないことになる（買収の成否は公開買付けの成否にかかっているため、最終的な判断は株主に委ねられることになるが、取締役のレベルで拒絶すべきではないことになる）。防衛策を用いて、より企業価値を高めるとされる買収提案を拒絶することは、より大きな企業価値向上の機会を喪失させ、会社の利益を損うことになるので、このような会社の不利益（損害）が生じるのを回避するために、取締役が防衛策を用いることは許容されるべきではないということになると思われる。このように、敵対的買収の防衛策の可否の議論では、防衛策を用いることで生じる機会費用に着目し、防衛策を用いることによって企業価値をより高めると見込まれる選択肢を放棄することで失われる利益が会社の損害になると考えているように思われる。

本文で述べる②の場合も、機会費用に着目し、同じように考えるべきである。②は、取締役連合（ビッダー 1）も、他の買収者（ビッダー 2）も、ともに、対象会社の企業価値を高めるとされる買収者であるが、取締役連合（ビッダー 1）よりも他の買収者（ビッダー 2）の方が企業価値をより高めると想定される場合である。上述の敵対的買収に対する防衛策の例と同じ状況にあるので、本文の②のような場合も、より企業価値を高めると想定される相手（ビッダー 2）を選ばないことが会社に損害を生じさせると考えるべきである。このように、MBO を行うことで企業価値が増加すると見込まれる場合であっても、会社に損害が生じる場合がありうると考えるべきである。

を高められる他の買収者（ビッダー 2）が現実存在しているにもかかわらず、その買収者が対象会社を獲得しようと思っても、取締役連合が望まない限りは獲得できない。サブオプティマルな支配者（取締役連合）の下に対象会社が留まり続けることになりうるので、回復できない損害が生じるおそれがあると考ええるべきである。そのため、この場合も会社法 360 条の要件を満たすと考ええるべきである。

このように、企業価値の低下というマイナスの方向だけでなく、企業価値が増加するというプラスの方向でも、取締役の利益相反と会社の損害を観念できる場合があると考ええるべきである。

③ 企業価値増加の場合 その2：単一提案の場合

MBO を行うことで対象会社の企業価値が増加すると見込まれるが、上記②の場合と異なり、取締役連合からしか現実の買収提案がなされていない場合である。このように、MBO を行おうとしている時点で、取締役連合（ビッダー 1）よりも企業価値を高めると見込まれる買収者（ビッダー 2）が現実には現れていない場合であっても、取締役の義務違反により、会社に損害が生じるおそれがある場合がありうると思われる。

まず、取締役の義務違反である。漫然と取締役連合を選択している場合は、取締役は義務に違反しているとされることがあると思われる。公平性の基準で審査される場合は、取締役連合（ビッダー 1）が最善の相手（最高利用者）といえるかどうかが問題になる。最高利用者を探すために財務アドバイザーを通じて買収候補者を打診するなど、最高利用者に対象会社が移転するようにするための努力を尽くしたものの、取締役連合よりもよい相手は見つからなかったため、取締役連合が最高利用者でない可能性は極めて低いといえるのであれば、取締役連合が最高利用者であると考えることができ、義務を果たしたと考えられる。しかし、

189) 留保価格の上限までビッドすると仮定している。しかし、この仮定が常に成り立つというわけではない。前掲注 51 で引用している文献も参照。

190) この場合は、会社の損害だけでなく、MBO 実施により会社から退出する一般株主にも損害（対価の額についての損害）が生じると考えられる。通常は、他の買収者（ビッダー 2）の方が高い買収価格を提示していると想定されるからである。

取締役が、最高利用者に対象会社が移転するようにするための努力をせずに、漫然と取締役連合（ビッダー 1）を選択し、MBO を行おうとしている場合は、取締役連合が最高利用者であると認め難いので、義務に違反していることになると思われる。

合理性の基準で審査される場合は、最高利用者に移転するようにするための合理的な努力を行っており、取締役連合（ビッダー 1）が最高利用者であると判断したのは合理的であるといえるかどうかが問題になる。この場合も、取締役が漫然と MBO を行おうとしているのであれば、最高利用者に対象会社が移転するようにするための合理的な努力をしているとはいえず、義務違反があることになるだろう。

次に、会社の損害である。上記②の場合と同様に、取締役連合を選択したことで、対象会社の企業価値を取締役連合よりも高めると見込まれる、よりよい相手（潜在的な最高利用者）との取引機会を失ってしまうということが損害と考えられる。取締役が、対象会社が最高利用者に移転するようにするための合理的な努力をしていたのであれば、よりよい相手が存在している可能性は乏しく、よりよい相手との取引機会を失ってしまうという損害が生じる可能性は非常に低いと考えられる。しかし、最高利用者に対象会社が移転するようにする努力を怠っているのであれば、合理的な努力をすればよりよい相手が見つかる可能性は低くはないと思われるので、よりよい相手との取引機会を失ってしまい、企業価値をより高める機会を逸してしまうという損害が発生するおそれがあると考えべきである¹⁹¹⁾。この場合も、上記②で述べたように、MBO を行えばサブオプティマルな取締役連合のところに対象会社が留まり続けることになりうるので、回復できない損害が生じるおそれがあると考えべきである。

このように、取締役連合以外の他の買収者から現実の買収提案がなく、MBO を行うことで企業価値が高まると見込まれる場合であっても、最高利用者に対象会社が移転するようにするための合理的な努力をせず、取締役の義務に違反している場合は、会社に回復できない損害が生じるおそれがあるので、会社法 360 条

191) このような場合は、最高利用者を見極めるための合理的な努力がなされるまで、MBO の実行を止めるべきである。

の要件を満たすと考えるべきである。

④ 対価に関する損害

取締役のもう一つの義務である、対価に関する義務に違反している場合はどうか。取締役は、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務を尽くしていたとしても、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務を果たしていないと裁判所に判断される場合がありうる。例えば、問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえないため、取締役の義務違反の有無が公平性の基準で審査された結果、公平な価格¹⁹²⁾でないと判断され、義務に違反しているとされることもありうる¹⁹³⁾。

この場合は、現実の価格と公平な価格との差が株主の損害であると考えられる。株主にこのような損害が生じるとしても、これは会社の損害とは言い難い。会社法360条の要件である会社の損害についての現在の一般的な考え方からすると¹⁹⁴⁾、このような対価に関する株主の損害を会社の損害とするのは難しいだろ

192) 問題となったMBOが取引の両方の側にとって公平な取引でなければならないので、MBOによって生じると見込まれる企業価値の増加分の分配割合が1:1になるような価格でないと義務違反があることになる应考虑すべきである。

193) 問題となったMBOが、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるため、合理性の基準で審査される場合も、対価についての義務違反があるとされることもありうる。この場合は、できるだけ有利な価格を獲得するために必要な合理的な努力がなされていたかが審査される。そのため、取締役が、漫然と価格に合意していたら義務に違反していることになる。取締役が義務を尽くしていたら株主はもっと高い価格を得られた、といえるのであれば、その仮想的な価格と現実の価格の差が株主の損害になると思われる。

194) 例えば、落合編・前掲注149・137-138頁〔岩原紳作〕参照。会社法360条の要件である会社の損害に、株主の損害も含めることができるかもしれない。株主の損害は、持分価値に関するものと、持分価値につけられる値段（対価）に関するものの、二つに分けることができる。持分価値の低下によって株主が被る損害は、会社の価値と直接結びついており、会社の価値の増減と完全に比例するので、会社の損害に含めることができる。持分価値に関する損害は、会社の損害を持分権者の観点から表現したものであるもので、これを会社の損害に含めることには問題はない。それに対し、持分価値につけられる値段（対価）に関する損害を会社の損害に含めるのは難しいように思う。対価の額は、持分価値の増減とある程度相関するものの、取引相手との合意で決まるものであり、持分価値と直接的・比例的な結びつきがあるわけではないので、対価に関する損害を会社の損害というためには、間をつなぐための論理が必要になるように思う。なお、白井・友好的買収・517-518頁も参照。

う。

(2) 保全の必要性

被保全権利（会社法 360 条の差止請求権）があるといえるのは、上記①から③の、三つの場合であると思われる。すなわち、①対象会社の企業価値を下落させると見込まれる取締役連合を取引相手として選択し、企業価値を低下させる MBO を行おうとしている場合、②現実の買収提案が複数競合している場合に、最高利用者ではないと想定される取締役連合を取えて選択し、MBO を行おうとしている場合、③最高利用者に対象会社が移転するようにするための合理的な努力をせずに、漫然と MBO を行おうとしている場合である。このように、非常に限定的ではあるが、被保全権利が認められる場合もあると考えられる。

これらの場合は、保全の必要性もあると考えられる¹⁹⁵⁾。①の場合は、MBO を行くと、企業価値を下落させると見込まれる取締役連合の下に対象会社が留まり続けることになりうるので、それを防ぐ必要があると考えるべきであるからである。②の場合は、より企業価値を高められる相手が現実存在するにもかかわらず、その相手との取引が放棄され、サブオプティマルな相手（取締役連合）に対象会社が獲得されるのを防ぐ必要があると考えるべきであるからである。③の場合は、最高利用者に対象会社が移転するようにするための合理的な努力がなされれば、取締役連合よりも対象会社の企業価値を高められる取引相手が見つかる可能性は低くないと思われるので、拙速にサブオプティマルな取締役連合で妥協するのを防ぐ必要があると考えるべきであるからである。

いずれの場合も、MBO が行われると、対象会社は取締役連合という非上場の 100% 保有の株主に保有されることになるので、最高利用者への移転の可能性が途絶え、対象会社がサブオプティマルな支配者（取締役連合）の下に留まり続け

195) 仮の地位を定める仮処分命令の申立てをしているのは株主であるが、会社法 360 条の差止請求は法定訴訟担当であるので、民事保全法 23 条 2 項の「債権者」は「会社」と読み替えるべきことになる。田中・前掲注 6・14 頁。会社法 360 条を被保全権利とする場合は、被保全権利の疎明があれば、原則として、保全の必要性の疎明もあったものと認められると考えられる。東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅱ〔第 3 版〕』（判例タイムズ社、2011 年）914-915 頁。

ることになりうるので¹⁹⁶⁾、そうなるのを防ぐ必要があると考えるべきである。

(3) 仮処分命令の内容：差止めの対象

これまで述べたように、MBOを行うことが取締役の義務に違反しており、対象会社に回復できない損害が生じるおそれがあるので、被保全権利と保全の必要性が認められる場合がありうる。この場合は、取締役の義務違反という違法があり、MBOをやめるまではその違法状態が継続することになるので、義務に違反している取締役にMBOをやめるように命じることができる¹⁹⁷⁾。その際は、MBOという結果を実現するために必要となる個々の制度や行為を行わないように命じることで、MBOが実現しないようにすることになると思われる。MBO

196) 但し、対象会社が再上場され、その株式が市場で分散保有されることになれば、最高利用者へ移転する可能性が再度生じることになる。

197) 本稿の考え方では、取締役全員に義務違反がある場合と、そうでない場合とがありうる。本稿では、問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえるかどうかで審査基準を分けて考えているからである。独立当事者間のM&A取引に相当するといえないため、厳格な基準（公平性の基準）で審査される場合は、問題となったMBOが公平な取引でなければ、取締役全員に義務違反があることになる。この場合は、取締役全員に義務違反の違法状態があり、MBOをやめるまではその状態が継続するので、どの取締役に対しても、MBO実現に必要な行為をやめるように命じることができると考えられる。そのため、MBO取締役に公開買付けをやめるよう命じることで、般会社の解散による公開買付けの撤回という方法により、MBOをやめることができると思われる。

問題となったMBOが独立当事者間のM&A取引に相当するといえる場合は、合理性の基準で審査される。この場合は、合理的な努力を尽くしているかどうかで義務違反の有無が判断されることになるので、義務違反がないとされる取締役がいることもありうる。例えば、MBO取締役に義務違反はないが、非MBO取締役に義務違反がある、ということもありうることになる。MBOを行うことで一人でも義務違反となる取締役がいるのであれば、そのようなMBOは取締役の義務違反のある違法なMBOということになり、MBOをやめない限りは、その取締役に義務違反があり、違法であるという状態が継続することには変わりはない。この場合は、違法な状態にあるのはその取締役だけであると考えられるから、会社法360条の差止請求権を被保全権利としている場合に、違法行為（違法なMBO）をやめるように裁判所から命令を受ける取締役は、その取締役だけということになるはずである。義務違反のある取締役が非MBO取締役だけの場合は、買収側に参加しておらず、般会社の株主になっていないので、般会社を解散することで公開買付けを撤回するという方法が使えない。この場合は、非MBO取締役に賛同意見の表明をやめるように命じることで、MBOをやめるように促すことができると考えられる。賛同意見の撤回は非MBO取締役だけで行うことができるので（MBO取締役は特別利害関係人であり、公開買付けに対する意見表明の決議に参加できない）、賛同意見の表明をやめるように命じることにより、間接的にMBOをやめさせるようにするのである。

という一つの法律上規定された制度があるわけではなく、一つまたは複数の法律上規定された制度や行為を組み合わせ、MBO と呼ばれる現象が作り出されているにすぎないからである。以下では、MBO を差止めるために、取締役は何をやめるように命じるべきかを考えていく¹⁹⁸⁾。

(i) 公開買付け

二段階の取引で行われる MBO を差止めるには、第一段階の公開買付けを止める必要がある。そのため、MBO をやめさせるために、取締役に第一段階の公開買付けをやめるように命じることが考えられる¹⁹⁹⁾。MBO が二段階の取引で行われる場合は、通常は、買収のための殼会社（受皿会社。shell company）を設立し、それに買収のために必要となる資金を拠出し、殼会社が対象会社に対して公開買付けを行うことになる²⁰⁰⁾。公開買付けを開始した後は公開買付けを撤回できないのが原則であるが、公開買付者が解散すれば撤回できるので、買収のための殼会社を解散することで公開買付けを撤回し、MBO をやめるようにすることができる²⁰¹⁾。MBO 取締役は、通常は、殼会社に出資をしており、殼会社の株主になっていると思われる。MBO 取締役が殼会社の株主総会で解散を決議す

198) 本文で述べた方法以外の方法で、MBO をやめさせるようにすることができる場合があると思われる。MBO に参加する取締役は、通常は、ファンド等との間で、MBO 実施のためになすべきことや、関係者の間の権利義務などを定めた契約（MBO 基本契約などと呼ばれる）を締結する。その契約条項の中には、MBO を実現するために不可欠と思われるものもありうるので、その契約条項を履行しないように命じることが考えられる。例えば、その契約のなかに、MBO に参加する取締役がその保有する対象会社の株式を MBO 実施のための公開買付けに応募することを求める条項が設けられていることがある。MBO 取締役の持株割合が大きく、MBO 取締役が公開買付けに応募しないと公開買付けの成立条件を満たすことができない場合は、この条項を履行しないように命じることで、公開買付けを不成立にし、MBO をやめさせることができる。

199) 本文で述べているように、通常は、買収のための殼会社を設立して、殼会社が対象会社に公開買付けを行うことになる。公開買付けの実施主体（公開買付者）は殼会社であり、MBO 取締役ではないので、MBO 取締役に公開買付けをやめるように命じることはできないようにも思う。しかし、通常は、MBO 取締役は殼会社の株主であると考えられるので、殼会社を解散することで公開買付けをやめることができる立場にあるといえるため、MBO 取締役に公開買付けをやめるように命じることができると考えるべきである。MBO 取締役が殼会社の代表取締役など代表者を兼任していれば、殼会社と MBO 取締役を実質的に一体と見て、MBO 取締役自身が公開買付けを行っていると考えられるだろう。

ること²⁰²⁾、公開買付けを撤回して、MBOをやめることができる²⁰³⁾。MBO取締役だけが殼会社の株主の場合は殼会社の解散を決議するのは容易である。MBO取締役だけでなく、ファンド等も殼会社へ出資している場合は、殼会社を解散し、公開買付けを撤回するために、ファンド等の協力も必要となる。通常は、ファンド等も、評判を損わないようにするために、殼会社の解散に協力すると思われるので、解散を決議するのは困難ではないだろう²⁰⁴⁾。

200) アムスク事件(東京地判平成26年4月17日金融・商事判例1444号44頁)のように、殼会社を用いずに、対象会社自身が自社株公開買付けを行う場合もありうる。自社株公開買付けは原則として撤回できないが、自社株公開買付けを行うことが法令に違反する場合は撤回できる。金融商品取引法27条の22の2第2項(同法27条の11第1項ただし書を読み替えている)。MBOを行うことが取締役の義務に違反し違法であれば、MBOを行うための自社株公開買付けもまた違法であるから、法令に違反する場合として、撤回できると考えられる。そのため、取締役は、自社株公開買付けを撤回することにより、MBOをやめることができる。

201) 公開買付者は、公開買付開始公告をした後は、原則として公開買付けを撤回することはできないが(金融商品取引法27条の11第1項本文)、一定の例外事由が定められており(同項ただし書)、公開買付者に解散という事情が生じた場合は、例外的に公開買付けを撤回することができる(金融商品取引法施行令14条2項3号)。殼会社を解散させることによって公開買付けを撤回し、MBOをやめることができる。殼会社はMBOを行うためだけに設立された会社であるので、MBOを行わないのであれば、その目的を達せないのだから、解散すればよい。

このような公開買付けの撤回は、金融商品取引法の撤回制限規制の趣旨にも反しないと考えられる。公開買付けの撤回制限は、相場操縦を防止し、対象会社の株主や投資者を保護するために設けられているとされる。例えば、M&A法大系・598-599頁〔李政潤〕参照。MBOをやめるようにするための、裁判所の仮処分命令を受けたためになされる公開買付けの撤回であれば、公開買付者の恣意的な撤回ではないので、相場操縦の懸念もない。MBOを差止めるとするのは、MBO実施により対象会社の株主(投資者)にとって不利益になる(持分価値が低下する)事態が発生するのを防ぎ、株主(投資者)を保護することを意味しているのだから、撤回制限規制の趣旨にも反しないと考えるべきである。

202) 会社法471条3号・309条2項11号。殼会社が持分会社の場合は、会社法641条3号である。

203) 公開買付けをやめるためには、殼会社の解散という作為が必要になる。会社法360条の差止請求権では取締役に作為を命じることはできないと考えられているが(落合編・前掲注149・142頁〔岩原紳作〕参照)、仮処分命令の内容は公開買付けをやめるという不作為を命じるものであるので、「行為をやめること」に含まれると考えるべきである。

204) 株主総会の招集手続は、株主全員の同意があれば省略できる(会社法300条)。通常は、ファンド等も解散に協力すると思われるので、招集手続を省略し、すぐに解散の決議ができと思われる。

(ii) 賛同意見の表明

取締役に公開買付けに対する賛同意見の表明をやめるように命じることも考えられる。対象会社は、公開買付けに対する意見を表明する必要がある²⁰⁵⁾。どのような意見を表明するかを決めるのは対象会社の取締役・取締役会である。取締役は意見の決定・表明を行う際に善管注意義務を負うと考えられるので²⁰⁶⁾、違法な MBO に賛成し、賛同意見を表明すること自体が取締役の義務に違反し、違法であると考えられる。取締役・取締役会が賛同意見を見直さない限りは、対象会社の意見は変わらないので、違法な MBO に対する賛同意見の表明という、取締役の義務に違反した違法な状態が継続することになる²⁰⁷⁾。裁判所は、賛同意見の表明・維持という取締役の義務違反（違法）の状態を解消するために、取締役に賛同意見の表明をやめるように命じることができると考えるべきである。

裁判所が対象会社の取締役に賛同意見の表明をやめるように命じたとしても、MBO をとめる直接の効果はない²⁰⁸⁾。公開買付けへの賛同意見の表明は、公開買付けを行うために必要な条件ではないし、対象会社が賛同意見の表明をやめても、公開買付け自体が撤回されるわけではないからである。しかし、MBO をやめるように促す、事実上の効果はあると思われる。MBO 取締役やファンド等の MBO の関係者の間で結ばれる契約において、対象会社が公開買付けに対して賛同意見を表明していることが、ファンド等が MBO のための資金を提供するため

205) 金融商品取引法 27 条の 10。

206) 例えば、清原健＝田中亘「対談 MBO・非公開化取引の法律問題〔後〕」ビジネス法務 7 巻 5 号（2007 年）70 頁〔田中亘発言〕（「意見表明は取締役の職務であり、善管注意義務を尽くして行わなくてはいけません」）、江頭憲治郎ほか「座談会 MBO 取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）」ビジネス法務 11 巻 6 号（2011 年）36 頁〔江頭憲治郎発言〕（「意見表明を行う上において取締役に善管注意義務が及ぶことは、当然であると思います」。江頭教授は、意見表明に関する取締役の義務の具体的な内容は意見形成のプロセスにおける注意義務であるとする）。公開買付けに対する意見表明の場面での取締役の義務については、長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務〔第 3 版〕』（商事法務、2016 年）229-234 頁も参照。

207) 賛同意見を表明することが取締役の義務に違反し違法であれば、賛同を維持し続ける限り、違法状態が継続することになり、賛同意見の表明をやめるように命じることができると思われる。この点については、田中亘教授よりご教示賜った。記して御礼申し上げる。

208) 賛同意見が撤回されたら、株主の公開買付けへの応募も減り、公開買付けが成立しない可能性が高まるかもしれない。

の条件となっていることもある。この場合は、賛同意見が撤回されることで資金提供のための条件が満たされなくなり、MBO実施のための資金が調達できなくなるので、公開買付けを撤回し、MBOを中止せざるを得なくなる²⁰⁹⁾。このような条件が設けられていなくても、仮処分命令が発せられているのにMBOを行うと²¹⁰⁾、事後的に取締役の損害賠償責任を追及する訴訟が提起され、責任が肯定される可能性は低くはないと思われるので、取締役自身が自発的にMBOのための公開買付けをやめる可能性は高いと思われる²¹¹⁾。

209) この点も、田中亘教授からご教示賜った。重ねて御礼申し上げる。賛同意見の表明が資金提供の条件となっていなくても、ファンド等は、裁判所に賛同意見の表明をやめるように命じられるような公正さに疑念のあるMBOへの資金提供を自発的にとりやめる可能性は高いように思われるので、MBOをやめざるをえなくなる可能性は高いだろう。

210) 仮処分命令に反してMBOを実施したとしても、仮処分命令は取締役に不作為義務を課すだけであるので(学説の状況については、例えば、落合編・前掲注149・143-144頁〔岩原紳作〕参照)、MBO実施のための第一段階の公開買付けや第二段階の残存株主を締出す取引の効力には影響はないと考えられる。米国の裁判所侮辱罪のような、仮処分命令に違反した場合の制裁もないので、仮処分命令に従うインセンティブは弱いかもしれない。仮処分命令の実効性を確保するために、後の訴訟では、仮処分命令に従わなかったということを最大限ネガティブに評価すべきである。

仮処分命令が発せられている場合にMBOを実施した場合は、MBO完了後に取締役の責任を追及する訴訟が提起されると予想される。会社に対する責任(会社法423条)だけでなく、株主に対する責任(会社法429条1項)も追及されると思われるので、価格の公正性も問題になりうる。責任追及訴訟において取締役の義務違反の有無を審査する際は、仮処分命令の実効性を確保するために、仮処分命令に従わなかったということをネガティブに評価し、MBOの手続的な公正性が欠けていると考え、取締役の判断を尊重せず、厳格な審査を行うべきである。現在の裁判所の考え方からすると、取締役の株主に対する責任を追及する訴訟では、公正価値移転義務に違反したかどうかが問われることになるので、価格の審査をする際は、手続的な公正性の裏付けのない、公正性の欠けた価格であると推定すべきである。

211) 仮処分命令が発せられたということ自体が、損害賠償責任が肯定される可能性が低くはないことを示していると考えられる。MBOをやめるように命じられたということは、取締役に義務違反があると裁判所に判断されたことを意味する。仮処分の申立てと責任追及の訴訟では、手続も裁判所も異なるので、取締役の義務違反(任務懈怠)の有無について同じ判断がなされるとは限らないし、責任追及訴訟において会社や株主の損害の存在や、任務懈怠と損害との間の因果関係が肯定されるとは限らない。しかし、取締役としては、将来異なる判断がなされるかもしれないという可能性に賭けて、一度裁判所に義務違反があるとされたMBOをあえて実施するとも思えない。そうだとすると、何をやるように命じるかにはあまり意味はなく、取締役に義務違反があると認め、裁判所が仮処分命令を発したことで、責任の脅威が相当程度現実化したということに意味があることになるだろう。

(iii) 第二段階の取引

第二段階の取引をやめるように命じることもできるかもしれない。二段階の取引で MBO が行われる場合は、第一段階の公開買付けが成功しても、第二段階の残存株主の締出が終わるまでは、MBO は完了しない。第一段階の公開買付けで買収側（殼会社）が対象会社の議決権の 3 分の 2 以上 90 パーセント未満しか取得できなかった場合は、全部取得条項付種類株式や株式併合を用いて残存株主の締出を行う必要がある。この場合は、株主総会を開催する必要があるので、公開買付終了から MBO 完了までに時間がかかることになる。そのため、第一段階の公開買付終了後、第二段階の取引完了までの間に、第二段階の取引を行うために必要な行為をやめるように命じることも考えられる²¹²⁾。

しかし、MBO が二段階の取引で行われる場合は、第一段階の公開買付けが成功したのであれば、第二段階の残存株主を締出す取引をやめるように命じるべきではないように思う。対象会社の一般株主にも、買収者（取締役連合）にも、どちらの利益にもならないように思われるからである²¹³⁾。

第一段階の公開買付けが成功してしまうと、対象会社の株主は、議決権の 3 分の 2 以上を保有する支配株主（取締役連合）がいる会社の少数派の株主になって

212) 株式併合や全部取得条項付種類株式を用いて第二段階の取引を行う場合のように、株主総会の開催が必要な場合で、株主総会が開催される前であれば、株主総会の招集をやめるように命じたり、取引実現のために必要な議案を株主総会に付議することをやめるように命じたりすることで、第二段階の取引が実現しないようにすることができる。

第一段階の公開買付けで対象会社の議決権の 90% 以上を獲得できたために、第二段階の取引で株式等売渡請求が用いられる場合は、時間的な余裕があるのであれば、株式等売渡請求を行うために必要な取締役会決議による承認（会社法 179 条の 3 第 1 項・3 項）をしないように命じたり、承認決議を行うための取締役会の開催をやめるように命じたりすることが考えられる。

213) 対象会社にとっても、第二段階の取引を差止める意味は乏しい。第一段階の公開買付けの成功により、議決権の 3 分の 2 以上を保有する、非上場の支配株主（取締役連合）が形成されてしまっているため、支配株主が望まない限り最高利用者への移転は生じえない会社になってしまったからである。これまで述べてきたように、MBO を差止めるための仮処分命令を発することになる場合は、取締役連合がサブオプティマルな買収者であると考えられる場合である。第二段階の取引を止めても、取締役連合の 100% 保有になるのが阻止されるだけで、サブオプティマルな支配株主（取締役連合）の下に留まり続けるという状態は変わらない。対象会社の観点からすると、第一段階の公開買付けが成功してしまえば後の祭りである。

しまう。支配株主は、好きなときにいつでも少数派株主を締出すことができる、いわゆるフリーズアウト・オプションを持っているので、対象会社の少数派株主の保有する株式はマイノリティ・ディスカウントを受けることになり、少数派株主が市場でその保有する株式を売却する場合は不利益を被ると思われる。第一段階の公開買付価格よりも安い価格でしか売却できないかもしれない²¹⁴⁾。

買収側（取締役連合）にも、第二段階の残存株主を締出す取引を行えないと、不都合が生じるだろう。買収側は、当初の目的を達成できないまま、対象会社の支配株主となり、対象会社の上場を維持する必要がある²¹⁵⁾。対象会社を経営する際は、少数派の株主にも配慮しなければならないことになり、MBO 実行後に行おうと考えていた当初のプランを実行できない可能性が高い。LBO (leveraged buyout) で MBO を行っている場合は、対象会社と殼会社を合併させて、買収のために殼会社が負担した債務を対象会社の債務とする必要があるが、それができずにいると、債務の返済に窮することになる²¹⁶⁾。

このように、第一段階の公開買付けの成功後、第二段階の取引の完了前に MBO が中断してしまうのは、対象会社の一般株主にとっても、買収側（取締役連合）にとっても、利益にならないように思う。最終的には、少数派の株主を締出して、買収側が対象会社を 100% 保有するしか解決策はないように思われるので、中途半端な状態を引き延ばすべきではない。第一段階の公開買付けが成功した後は、第二段階の取引をやめるように命じる仮処分命令を発すべきではないように思う。第一段階の公開買付期間終了前に決着をつけるべきである。

これまで述べたように、MBO が二段階の取引で行われる場合に、民事保全法

214) 支配株主となった殼会社（取締役連合）が締出取引を行う場合は、対象会社の株価が割安になっているときを狙うかもしれない。その場合は、残存株主は MBO 実施のための公開買付けの価格よりも安い価格で締出されるかもしれない。

215) 但し、買収者（取締役連合）が対象会社の株式の 95% 以上を獲得していれば、金融商品取引所の上場廃止基準に抵触し、上場廃止となる。上場廃止基準の概要については、日本取引所グループのサイト (<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/03.html>) を参照（流通株式比率 5% 未満）。

216) 通常は、MBO 完了後に行う予定のビジネスプランに基づき返済していくことになっている。MBO が完了しないと、返済計画に重大な支障が生じるだろう。

23 条 1 項の要件である被保全権利と保全の必要性が認められ、MBO が実際に差止められる場合もありうると考えられるが、それは非常に限定的な場合である。企業価値が下落するような MBO をしようとしている場合や、より企業価値を高められる他の買収者から現実の買収提案がなされているにもかかわらず MBO を行おうとしている場合、取締役が、最高利用者に対象会社が移転するようにするための合理的な努力をせずに漫然と MBO を行おうとしている場合のように、MBO を行うべきではないことが明らかといえる場合である。このような場合は MBO が行われないようにすることが会社と株主の利益になるので、このような場合に MBO が止まらないことの方が問題である。これら以外の場合は、二段階取引で行われる MBO が止まることはないのであるから、MBO の差止めを求める裁判が MBO を萎縮させることにはならないと思う。