

## M&A 取引と差止め (3)

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. 配分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：審査方法の使い分け
- III MBO の差止め
  1. 二段階の取引で行われる MBO の差止め (以上一橋法学 16 巻 3 号)
  2. 一回の取引で行われる MBO の差止め
  3. MBO の差止めを求める裁判の意味 (以上本号)
- IV 縮出取引の差止め
- V 終わりに

### III MBO の差止め

#### 2. 一回の取引で行われる MBO の差止め

ここまでは、二段階の取引で行われる MBO の差止めについて考えてきた。現在の日本では、MBO は公開買付けを前置する二段階の取引で行われることが多いが、MBO は二段階の取引で行われなければならないというわけではなく、一回の取引で行うことも可能である<sup>217)</sup>。以下では、一回の取引で行われる MBO を差止めることができるかどうかを考えていくことにする。

一回の取引で MBO を行う場合も、いくつかの手法が考えられる。一つは、組織再編を用いる手法である。MBO に参加する取締役 (MBO 取締役) の保有する対象会社の株式 (議決権) の割合が大きくなって、現金を対価とする合併や

---

『一橋法学』(一橋大学大学院法学研究科) 第 18 巻第 2 号 2019 年 7 月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科教授

株式交換など、組織再編<sup>218)</sup>の手法を用いれば、一回の取引でMBOを行うことができる<sup>219)</sup>。もう一つは、端数処理の方法を用いる手法である。取締役連合の保有する対象会社の株式（議決権）の割合が大きく<sup>220)</sup>、全部取得条項付種類株式の取得対価の交付の割合や株式の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の保有する株式が端数となり、取締役連合のみが対象会社の株主となるようにすることができる場合は、全部取得条項付種類株式の取得や株式の併合<sup>221)</sup>を用いてMBOを行うこともできる。いずれの手法も、それを実施するためには、事前・事後の情報開示、株主への通知、取締役会決議<sup>222)</sup><sup>223)</sup>と株主総会

---

217) 日本では、公開買付けを前置すること自体に意味があると考えられているようである。例えば、三笠裕＝殿村桂司＝遠藤努「ゴーイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論（上）」金融・商事判例1405号（2012年）4-5頁。新たな買収者から対抗公開買付けがなされる可能性がありうることから、公開買付けを前置する二段階の取引の方が公正な手続の取引であると考えられているのかもしれない。しかし、一回の取引でMBOを行う場合でも新たな買収者が登場することはありうるし、二段階の取引でMBOを行う場合は第一段階の取引と第二段階の取引の間に時間が空くために強圧性が生じうることを考えると、公開買付けを前置することを重視する必要があるかは疑問である。全部取得条項付種類株式や株式併合を用いて一回の取引でMBOを行うこともできるのであれば、そのような手法も検討されるべきではないか。二段階買収という取引手法自体が内包する問題については、飯田秀総「少数株主の締出し（スクイーズ・アウト）」法学教室458号（2018年）36-37頁を参照。

218) 本稿では対象会社に支配株主のいないMBOの場面を想定しているので、略式組織再編以外の組織再編を用いた手法である。

219) 但し、このような組織再編を用いる手法は、税制上の問題があるため、用いられてこなかった。この点については、例えば、山本爲三郎「M&Aに関する少数株主と会社債権者の保護」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）511-514頁参照。平成29年の税制改正により、金銭を対価とする合併や株式交換であっても、一定の場合には適格組織再編として扱われ、評価益課税を回避することができるようになった。しかし、そのための要件は、対象会社の株式の3分の2以上を保有している買収者との間で金銭を対価として合併や株式交換が行われることとなっている。塚本英臣＝田中良「キャッシュ・アウトに関する税制改正の概要と実務への影響（上）」商事法務2137号（2017年）18頁。そのような要件は、一回の取引で行われる縮出取引の場合には満たされることがあっても、ここでの検討対象である、一回の取引で行われるMBOの場合に満たされることはない。そのため、平成29年の税制改正後も、状況が変わることはないだろう。

220) MBOに参加する取締役が対象会社の支配株主である場合もある。その場合は、対象会社に支配株主がいることを重視し、支配株主による少数株主の縮出取引という、MBOとは別のカテゴリの取引であると考えべきである。

221) 会社法の条文では「株式の併合」という言葉が用いられているが、本稿では「株式の併合」と「株式併合」という言葉を特に区別せずに用いている。

の特別決議を必要とするなど、重要な点は共通しており<sup>224)</sup>、考えるべき問題も基本的には共通しているため、以下では、現金を対価とする吸収合併を用いて一回の取引でMBOを行う場合を念頭に置き、そのようなMBOを差止めることができるかどうかを考えていく<sup>225)</sup>。議論を単純にするために、取締役連合がMBOを行うための殻会社(受皿会社、shell company)を設立し、そこにMBO取締役やファンドなどが対象会社を買収するための資金を拠出し、対象会社を消滅会社、殻会社を存続会社とする、現金を対価とする吸収合併を行うという方法でMBOを行う場合を念頭に置いて検討することにする。以下では、特に断らない限り、合併という場合は、吸収合併(略式吸収合併と簡易吸収合併を除く)をいうこととする。

MBOの差止めといっても、MBOという一つの法律上規定された制度や行為があるわけではないので、MBOと呼ばれる現象を発生・実現させるために必要となる会社や取締役の行為をやめるように命じることによって、MBOが完了しないようにすることになる<sup>226)</sup>。MBOの進行をとめるためには、MBO完了前に裁判所の判断を得る必要があるため、仮の地位を定める仮処分命令の申立てによる必要がある。仮処分命令を得るためには、被保全権利の存在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。一回の取引で行われるMBOを差止めるために用いることのできる被保全権利としては、様々なも

---

222) 対象会社では、MBOの検討を開始してから完了に至るまでの間に、様々なことを決定しなければならない。MBOを実施すべきかどうかの検討を開始することを決定し、MBO実施の是非の検証や買収側との交渉を行わせるための第三者委員会の設置やそのメンバーの選定、付与する権限を決定し、第三者委員会による交渉や答申を踏まえ、MBOの実施と取引条件の決定がなされる。MBOの実施を決定した後も、株主総会の招集など、MBOを実行するための様々な手続の実施を決定する必要がある。これらの一連の決定は、取締役会決議による必要があると考えられる。MBOの実施は重要な業務執行であるからである。MBOを行うことにより、対象会社の支配権が移転し、上場廃止となり、負債比率が上昇するなど、対象会社は重大な影響を受けるため、MBO実施の決定は重要な業務執行の決定(会社法362条4項)であると考えられる(さらに、MBOがLBO[leveraged buyout]として行われる場合は、実質的には多額の借財[会社法362条4項2号]であると考えられる)。MBO実施の決定それ自体が重要な業務執行の決定であるのはもちろんのこと、株主総会の招集や議案の決定など、MBO実施のために必要とされる決定も、重要な業務執行の一環としてなされるものであるから、重要な業務執行の決定であり、取締役会決議が必要であると考えべきである。

のが考えられる。既に述べたように、M&A 法制の目的実現のためには、M&A 取引の形成過程における取締役の利益相反を抑制する必要がある。そのためには、差止めを求める裁判において、取締役の義務をエンフォースできるようにするのが端的であるので、取締役の義務違反の有無を問題にすることができるものを被保全権利として用いることを考えるべきである<sup>227)</sup>。取締役の義務違反の有無を問題にしうるものとしては、会社法 360 条が規定する取締役の違法行為差止請求

---

223) 但し、株式併合など、端数処理の手法を用いて一回の取引で MBO を行う場合は、取締役会決議は必要ないように思えなくもない。条文上は、取締役連合が株主総会を招集することができるだけの議決権を継続して保有しているのであれば、株主（取締役連合）からの株主総会招集の請求を受けた取締役が株主総会を招集しない場合は裁判所の許可を得て株主が株主総会を招集することができるし、株式併合をすることは株主総会の決議事項であるので、株主が株主提案権を行使して株式併合の議題・議案を提出することも可能となっっているように思えるからである。

しかし、株主総会の議案の内容や招集を決定する取締役会決議を省略することはできないと考えるべきである。MBO 実施の決定は重要な業務執行の決定であるからである。株式併合を用いて一回の取引で MBO を行う場合は、取締役連合以外の一般株主が保有する株式を端数にできるような併合割合を設定しなければならない。議案の内容次第で MBO を行うことができるかどうかが決まるから、株式併合の議案の内容の決定は、重要な業務執行の決定であり、取締役会決議が必要であると考えべきである。取締役連合以外の一般株主が保有する株式が端数になるような株式併合議案が株主総会で承認されないと MBO は実現しないから、株主総会の招集を決定することもまた、重要な業務執行の決定であり、取締役会決議によらなければならないと考えるべきである。

制度間の調和の観点からも、取締役会決議を省略することはできないと考えるべきである。MBO 実施のための手法は様々なものが考えられるが、同じ結果が実現されるのであれば、手法は異なっても、可能な限り同じように考えるべきである。合併を用いる場合に、MBO が実現できるかどうかは合併契約の内容次第である。例えば、取締役連合が設立した買収のための受皿会社を存続会社とし、対象会社を消滅会社とした現金を対価とする吸収合併を行うことで MBO を実現できる。このような合併を実現するには、対象会社の取締役会決議に基づきこのような内容の合併契約が締結される必要があるので、取締役会決議を省略することはできない。端数処理の手法、例えば株式併合を用いる場合は、合併契約の締結に相当するのが株式併合の議案の内容の決定であると考えられる。取締役連合以外の株主が保有する株式が端数になるような割合で併合することを議案の内容としないと、MBO を行うことができないからである。MBO を実施できるかどうかは株式併合の議案の内容次第なので、合併の場合との調和を考えると、議案の内容の決定は取締役会決議に基づく必要があると考えるべきである。

実際には、取締役会の決議が省略されることはないだろう。裁判所が株主（取締役連合）による株主総会の招集を許可するとも思えないし、仮に許可したとしても、取締役会決議を欠いてなされる MBO が公正な手続を経たとはいえないことは明らかであるからである。そのような、取締役会決議を経っていない、手続的な公正性を欠いた MBO が多数の株主の賛成を得て、MBO が完了するということが想定し難い。

権や、会社法 784 条の 2、171 条の 3、182 条の 3 という、平成 26 年会社法改正で新たに設けられた規定<sup>228)</sup>(以下ではこれら三つの規定を総称して「新設規定」という)が定める差止請求権が考えられる<sup>229)</sup>。以下では、これらの規定に基づく差止請求権を被保全権利として、仮の地位を定める仮処分命令により、一回の取引で行われる MBO を差止めることができるかどうかを考えていく。

224) 但し、完全に同じというわけではない。法形式上は、当事会社間の合意に基づく組織行為として行われるか、単独の会社の行為として行われるかという違いがある。法形式は異なるものの、実質的に同じ結果を実現しうるので、平成 26 年会社法改正により制度間の調和が図られ、両者の手続的な違いは小さくなった。

共通点としては、以下のものがある。事前・事後の書類の備置による情報の開示が必要なこと(会社法 782 条〔吸収合併消滅会社の事前開示〕・791 条〔吸収合併消滅会社の事後開示〕、会社法 171 条の 2〔全部取得条項付種類株式の取得をする際の事前開示〕、会社法 173 条の 2〔全部取得条項付種類株式の取得をする際の事後開示〕、会社法 182 条の 2〔株式併合をする際の事前開示〕、会社法 182 条の 6〔株式併合をする際の事後開示〕)、株主への事前の通知が必要なこと(会社法 785 条 3 項〔吸収合併消滅会社〕、会社法 172 条 2 項〔全部取得条項付種類株式〕、会社法 181 条〔株式併合〕)、株主総会決議が必要なこと(会社法 783 条〔吸収合併消滅会社〕、会社法 171 条〔全部取得条項付種類株式〕、会社法 180 条〔株式併合〕)、対価に不満のある株主は裁判所に申立てて価格の公正性を争うことができること(会社法 785 条・786 条〔吸収合併消滅会社の株主の株式買取請求権と価格決定の手続〕、会社法 172 条〔全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立て〕、会社法 182 条の 4・182 条の 5〔株式併合の際の株式買取請求権と価格決定の手続〕)などは、共通している。

異なる点もある。吸収合併の場合は取引の当事者間の契約(合併契約)の締結が必要だが(会社法 748 条)、全部取得条項付種類株式の取得や株式併合を用いる場合は契約締結の必要はないこと、吸収合併には債権者保護のための手続(会社法 789 条)や効力を争うための特別の訴え(会社法 828 条 1 項 7 号)があるが、全部取得条項付種類株式の取得や株式併合にはそのような手続・訴えがないこと、吸収合併の消滅会社には株主総会における取締役の説明義務は規定されていないが(但し、吸収合併存続会社の取締役には説明義務が生じる場合がある。会社法 795 条 2 項 3 項)、全部取得条項付種類株式の取得や株式併合の場合には取締役の説明義務が法定されていること(会社法 171 条 3 項〔全部取得条項付種類株式〕、会社法 180 条 4 項〔株式併合〕)などは、異なっている。

225) 端数処理の手法を用いることができるかどうかは取引開始前の取締役連合の対象会社株式(議決権)の保有割合に左右されるので、一般性があるとはいえない手法であることも、合併を念頭に置いて考えることの理由である。用いる手法により違いが生じる場合は、適宜言及することにする。端数処理の手法を用いる場合は、株式併合を例に述べることにする。対象会社の株主を縮出するために全部取得条項付種類株式の取得を用いる場合も、株式併合を用いる場合も、その手続の重要部分は実質的に同じであるし、平成 26 年会社法改正後は、株式併合が用いられることがほとんどであるからである。

226) MBO の差止めという言葉は、このような意味で用いている。

227) 開示規定を通じて、取締役の義務を間接的にエンフォースすることも考えられる。

(1) 会社法 360 条の差止請求権を被保全権利とする場合

(i) 被保全権利・保全の必要性

一回の取引で行われる MBO の差止めを求める仮処分の申立てにおいて、会社法 360 条の差止請求権を被保全権利とすれば、取締役の義務違反の有無を問題にしうる。会社法 360 条の要件の一つである法令違反には、取締役の義務を規定する会社法 330 条・民法 644 条、会社法 355 条が含まれると考えられているからである。MBO における対象会社の取締役の義務の内容、義務違反の有無の審査方法、会社の損害については、二段階の取引で行われる MBO の差止めについて検討したところで述べたのと同じである<sup>230)</sup>。民事保全法 23 条 2 項の要件である、被保全権利と保全の必要性の判断についても、二段階の取引で行われる MBO の差止めについて検討したところで述べたのと同じである<sup>231)</sup>。一回の取引で MBO が行われる場合も、二段階の取引で行われる場合と同様に、対象会社の取締役が、(1)企業価値が下落すると予想される MBO を行おうとしている場合、(2)対象会社に対し現実の買収提案が複数なされている場合に、対象会社の企業価値をより高めると期待される買収提案者ではなく、取締役連合を取引相手として選択し、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、漫然と MBO を行おうとしている場合は、取締役が義務に違反し、会社に回復できない損害が生じるおそれがあるため、被保

---

228) 会社法 784 条の 2 第 1 号 (略式・簡易手続の場合を除く、吸収合併等の消滅株式会社等の場合)、会社法 171 条の 3 (全部取得条項付種類株式の取得の場合)、会社法 182 条の 3 (株式の併合の場合) である。以下では、これら三つの規定を総称して、「新設規定」と呼んでいる。これら以外にも、平成 26 年会社法改正により、会社法 796 条の 2 (吸収合併等の存続株式会社等の場合)、会社法 805 条の 2 (新設合併等の消滅株式会社等の場合)、会社法 179 条の 7 (株式等売渡請求の場合) が新設されたが、これらは検討の対象外である。本稿で検討の対象としているのは、支配株主がいない対象会社において一回の取引で行われる MBO の差止めであるため、これらの規定が利用されることは想定されないからである。

229) これらの他にも、株主権に基づく妨害排除請求権など、被保全権利となりうるものはいくつか考えられる。この点については、前掲注 147 も参照。MBO に参加する取締役が株主総会の決議の結果を左右しうるほどの大株主である場合は、会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利とすることができる場合もありうるだろう。

230) Ⅲ 1. (1) を参照。

231) Ⅲ 1. (1)、Ⅲ 1. (2) を参照。

全権利と保全の必要性が認められ、MBO を行うために必要な行為をやめるように命じることができる<sup>232)</sup>と考えるべきである<sup>232)</sup>。

(ii) 仮処分命令の内容

何を命じるかは、仮処分命令が発令される時期によって異なる<sup>233)</sup>。吸収合併を用いて一回の取引で MBO が行われる場合、合併の効力発生に必要な手続が全て終了する前であれば、効力発生に必要な手続を行わないように取締役に命じればよい<sup>234)</sup>。例えば、合併契約承認のための株主総会が開催される前であれば、対象会社の取締役に株主総会を招集しないように命じたり、株主総会に合併契約承認議案を提出しないように命じたりすることで、MBO 実施のための合併の効力が生じないようにすることができる<sup>235)</sup>。債権者異議手続<sup>236)</sup>が終了していなければ、債権者異議手続をやめるように取締役に命じることによって、合併の効力が発生しないようにすることができる<sup>237)</sup>。

合併の効力を発生させるために必要な手続が全て終わっている場合はどうか。吸収合併の場合は、合併契約で定められた日に合併の効力が発生する<sup>238)</sup>。合併の効力を発生させるために対象会社の取締役が行うべき行為は残っておらず、やめるように命ずべき取締役の行為は存在しないから、合併を差止め、MBO の進

232) III 1. を参照。

233) MBO を行うために必要な行為や手続には様々なものがある。多くのものは MBO を行うことを公表した時点で既に終わっていると思われる。前掲注 198 参照。MBO が吸収合併を用いて一回の取引で行われる場合は、吸収合併契約を承認するための株主総会を開催せねばならず、そのためには招集手続を経る必要があるから、MBO を公表した時点では株主総会は終わっていない。そのため、通常は、株主総会の招集や議案の提出など、株主総会に関する行為をやめるように取締役に命じることになると思われる。しかし、差止めを求める仮処分の申立てをしただけでは吸収合併の手続の進行は止まらないので、仮処分命令が発令されるのは株主総会が終了した後になるかもしれない。裁判所の判断がいつなされるかによって、仮処分命令の内容に違いが生じる。

234) 取締役の義務違反が解消されればよいので、条件や期限を付けた命令でもできると思われる。

235) 全部取得条項付種類株式の取得を用いる場合や、株式併合を用いる場合も、それを行うためには株主総会決議が必要なので、株主総会を開催しないように命じたり、株主総会に議案を提出しないように命じたりすればよい。

236) 会社法 789 条 (消滅会社の場合)。

237) 債権者異議手続が終わっていないと、合併の効力は発生しない。会社法 750 条 6 項。

行をとめることはできないとも思える<sup>239)</sup>。しかし、合併の効力を発生させるために必要な手続が全て終わっている場合であっても、取締役の義務違反という法令違反（違法）を内包するMBOが存在しない状態を仮に作り出し、その状態を保全するために、合併承認決議の効力停止を命じる仮処分により<sup>240)</sup>、合併を差止めることができると考えられるのではないかと<sup>241)</sup>。

---

238) 新設合併なら、合併の効力は登記の日に発生するので、登記をしないよう取締役に命じることで合併を差止めることができる。しかし、合併を用いて一回の取引でMBOを行う場合は、吸収合併によることになると思われるので、この方法は使えない。会社法では、吸収合併の場合は、合併契約で定められた日に合併の効力が発生することになったので、効力発生と登記は無関係となったからである。さらに、会社法の規定では、吸収合併の効力発生日は株主総会の翌日でもかまわないし、債権者異議手続などの合併を行うために必要な手続は株主総会の日までに終えておくこともできるようになったので、株主総会決議の後では合併の差止めを求めている時間的余裕がない場合もありうることとなった。しかし、立法論としては疑問である。例えば、江頭憲治郎『会社法〔第7版〕』（有斐閣、2017年）373頁注7。

239) 端数処理の手法を用いた場合も同じように考えられる。株式併合を用いる場合、株式併合の効力発生日は株主総会決議の時点で決まっており（会社法180条2項2号）、併合の効力が発生すると、取締役連合以外の一般株主が保有していた株式は端数となり、一般株主は対象会社の株主としての地位を失い、取締役連合のみが対象会社の株主となる。株主総会決議のなされた後は、株式併合の効力を生じさせるために必要となる取締役の行為は残っておらず、やめるように命ずべき取締役の行為は残っていないことになると思われる。

全部取得条項付種類株式の取得を用いる場合も同じである。全部取得条項付種類株式の取得を用いる場合は、全部取得条項付種類株式を導入するための一連の定款変更と全部取得条項付種類株式の取得の決議がなされる。取得の効力が発生する日は株主総会で取得を決議する時点で決まっており（会社法171条1項3号、173条）、取得の効力が発生すると、取締役連合以外の一般株主は対象会社の株主としての地位を失い、取締役連合のみが対象会社の株主となる。株主総会決議のなされた後は、全部取得条項付種類株式の取得の効力を生じさせるために必要となる取締役の行為は残っておらず、やめるように命ずべき取締役の行為は残っていないことになると思われる。

240) 株主総会決議の不存在、無効、取消しの訴えが提起される場合は、その訴えを本案として、株主総会決議執行停止や効力停止の仮処分が認められると考えられている。大隅健一郎「株主権にもとづく仮処分」『保全処分の体系〔下巻〕』（法律文化社、1966年）665頁、上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法(5) 株式会社の機関(1)』（有斐閣、1986年）350-351頁〔岩原紳作〕。そのため、合併の効力を発生させるために必要な手続が全て終わっている場合は、株主総会決議取消請求権を被保全権利として、合併承認決議の効力停止を命じる仮処分命令により、合併を差止めることも考えられる。齊藤・前掲注6・135頁。

## (2) 新設規定の差止請求権を被保全権利とする場合

MBO 実施の際に株主に交付される対価が安い（公正でない）場合は、対象会社の取締役ができるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反しているとされることがありうる<sup>242)</sup>。取締役にそのような義務違反があったとしても、会社法 360 条の差止請求権を被保全権利とした場合は、MBO の差止めが認められることはないように思われる。会社法 360 条は会社の損害を要件としており、会社の損害についての現在の一般的な考え方を前提にすると、対価が安いために株

241) 会社法 360 条の違法行為差止請求権は、取締役に法令違反の違法行為をやめるように求める権利なので、取締役に違法行為をやめるように命じること以外の命令を仮処分命令で発令することはできないように思う。原則として本案でできないことは仮処分であってもできないと考えられていることからすると（例えば、瀬木比呂志『民事保全法〔新訂版〕』（日本評論社、2014 年）306-307 頁）、このように考えるのが素直なように思う。仮処分命令により、取締役に違法行為をやめるように命じることによって、取締役の違法がないという状態を仮に作り出すのであるから、やめるように命じることのできる取締役の行為がないのであれば、仮処分命令を発令することはできないようにも思える。

しかし、MBO の場合は、必ずしもそう考える必要はないかもしれない。問題となった MBO を行うことが取締役の義務に違反し、違法であれば、そのような MBO を中止したり、取引条件を変更したりしない限り、違法な状態は継続することになると考えられる。MBO が完了すれば、巻き戻しは困難であり、違法状態は事実上固定化してしまうことになるから、そうならないようにするためには、MBO の進行を一時的にとめなければならない。取締役の違法が固定化しないという状態を保全するためには、MBO 実施のための合併の効力が発生しない状態を仮に作り出す必要があるから、合併の効力が生じないようにするための命令を発令することもできると考える余地もあるのではないか。

242) 本稿の考え方では、取締役が、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に違反しているかどうかを審査する際は、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方法（審査基準）を使い分けることになる。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ための前提条件を満たしておらず、公平性の審査をする場合は、MBO の実体的な公平性が厳格に審査され、公平でなければ取締役に義務違反があることになる。前提条件を満たしており、合理性の審査をする場合は、対価を合意するに至った過程（取締役の判断過程）の合理性が主に審査され、取締役の判断が合理的でなければ、取締役に義務違反があることになる。詳しくは、Ⅲ 1. (1)(i)②参照。いずれの場合も、対価が安い場合に、取締役は義務に違反しているとされる場合がありうるが、議論を単純にするために、以下では、公平性の審査が行われる場合を念頭に置いて議論を進めている。公平性の審査がなされる場合は、対価が安い（MBO が公平でない）場合は、それだけで義務違反があることになるが、合理性の審査がなされる場合は、そうなるとは限らないからである。なお、現在の裁判所の考え方による場合でも、MBO を行う場合は、対象会社の取締役は公正価値移転義務を負うので、対価が安い（公正でない）場合は、義務に違反しているとされることになる。

主が被る損害は、会社の損害に含まれないと考えられるからである<sup>243)</sup>。取締役の義務のエンフォースという観点からも、対象会社の一般株主の救済という観点からも、会社法360条の差止請求権を被保全権利としたのでは十分ではない場合がありうる<sup>244)</sup>。そのため、以下では、対価が安い場合、取締役に義務違反があるとされる場合に、一回の取引で行われるMBOを差止めることができるかどうかを考えていく。以下で述べるように、平成26年会社法改正で新設された差止請求権を被保全権利として用いて、その要件の一つである法令違反についての考え方を工夫することで、対価が安い場合にもMBOを差止めることができると思われる。

(i) 被保全権利

① 法令違反

(a) 「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定が含まれると考える場合

平成26年会社法改正により、M&A取引に関連する差止請求権の規定が新設された<sup>245)</sup>。新設された規定のうち、一回の取引で行われるMBOを差止めるために用いることができるのは、吸収合併等の差止請求権を規定する会社法748条の2、全部取得条項付種類株式の取得の差止請求権を規定する会社法171条の3、

---

243) 対価が安いために株主が損害を被る場合に、会社法360条の差止請求権によって、差止めを求めることができる場合もありうると思われる。複数の買収提案が現実になされている場合に、競合する買収者よりも安い対価しか提示していない取締役連合を選択し、MBOを行おうとする場合は、会社の損害だけでなく、株主の対価についての損害も生じうることになるとと思われるからである。詳しくは、Ⅲ 1.(1)(ii)②参照。

244) Ⅱで述べたように、対象会社の取締役は、M&A取引を行うのであれば、最高利用者に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負うと考えるべきである。対象会社の取締役が、最高利用者に対象会社が移転するようにする義務に違反してMBOを行おうとしている場合は、会社の損害を観念しうるので、会社法360条の差止請求権を用いることで、取締役の義務をエンフォースし、そのようなMBOを差止めることができる場合があると考えられる。しかし、できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反している場合は、会社法360条の差止請求権を用いたのでは、会社の損害を観念できず、そのようなMBOを差止めることはできないと思われる。取締役の義務のエンフォースという観点からも、株主の救済という観点からも、MBOの対価が安い場合取締役に義務に違反しているとされる場合に、MBOを差止めることができる余地を残しておくべきである。

株式の併合の差止請求権を規定する会社法 182 条の 3 である。いずれも、差止めが認められるための要件は実質的に同じであり、法令・定款違反と株主が不利益を受けるおそれという二つの要件を満たす必要がある<sup>246)</sup>。

対価が安い場合に、会社法 748 条の 2 などの新設規定の差止請求権を被保全権利として用いて一回の取引で行われる MBO を差止めることができるかどうかは、法令違反の要件をどう考えるかによる<sup>247)</sup>。取締役は、M&A 取引を行うのであれば、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り、対価が安い場合は、この義務に反しているとされる場合がありうる<sup>248)</sup>。そのため、「法令」に取締役の義務の規定が含まれると考えるのであれば、対価が安いことが法令違反であるといえることができる。新設規定にいう「法令」に取締役の義務の規定は含まれると考えるべきか。

会社法 748 条の 2 などの新設規定のいう「法令」に取締役の義務について定める会社法 330 条・民法 644 条、会社法 355 条が含まれるかどうかは争いがある。含まれないというのが改正法の立案担当者の見解である<sup>249)</sup>。立案担当者は、差止事由となる法令違反とは、会社を規範の名宛人とする法令の違反を意味し、取締役の善管注意義務や忠実義務の違反は含まないとしている<sup>250)</sup>。このように解

245) 平成 26 年会社法改正で新設されたのは、略式組織再編以外の組織再編（簡易組織再編を除く）の差止請求権の規定（会社法 784 条の 2〔吸収合併等の消滅株式会社等〕、796 条の 2〔吸収合併等の存続株式会社等〕、805 条の 2〔新設合併等の消滅株式会社等〕）、全部取得条項付種類株式の取得の差止請求権の規定（会社法 171 条の 3）、株式の併合の差止請求権の規定（会社法 182 条の 3）、株式等売渡請求の差止請求権の規定（会社法 179 条の 7）である。

246) 具体的には、吸収合併の消滅会社の場合を例にとると、吸収合併が法令または定款に違反する場合において、吸収合併の消滅会社の株主が不利益を受けるおそれがあるときは、消滅会社の株主は、消滅会社に対し、吸収合併をやめることを請求することができる、というものである。

247) Ⅲ 2.(2)(i)②で述べるように、対価が安い場合は、株主の不利益の要件を満たすと考えられる。

248) 前掲注 242 参照。

249) 同様の解釈をするものとして、例えば、江頭・前掲注 238・892 頁。

250) 坂本三郎ほか「平成 26 年改正会社法の解説〔IX・完〕」商事法務 2049 号（2014 年）21 頁、坂本三郎編『一問一答平成 26 年改正会社法〔第 2 版〕』（商事法務、2015 年）339 頁。立案担当者は、略式組織再編と簡易組織再編を除いた組織再編一般の差止請求権の規定にいう「法令」の解釈について説明しているが、その解釈は全部取得条項付種類株式の取得の差止請求権の規定や株式併合の差止請求権の規定の解釈にもあてはまると思われる。

すべき理由として挙げられているのは、改正前の規定の解釈との連続性である。平成26年に会社法が改正される前は、略式組織再編についてのみ差止請求権の規定が設けられており、法令違反が差止事由とされていた<sup>251)</sup>。そこにいう法令違反は、会社を規範の名宛人とする法令の違反を意味し、取締役の善管注意義務や忠実義務の違反を含まないと解されていたので、平成26年改正会社法で新設された組織再編の差止請求の規定が定める差止事由である法令違反も、取締役の善管注意義務や忠実義務の違反は含まないと解する、というのである<sup>252)</sup>。

法制審議会の議論では、このような形式的な理由だけでなく、実質的な理由も挙げられていた。それは、対価の審査の困難である。「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定が含まれるとすると、義務違反の有無を判断するために対価の公正性を審査する必要があるが、仮処分という短期間で結論を出さなければならぬ手続の中で対価の公正性を審査するのは困難であるので、「法令」には取締役の義務の規定は含まれないと解すべきである、というのである<sup>253)</sup>。

法制審議会の審議において、「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の

---

251) 平成26年改正前会社法784条2項1号、796条2項1号。

252) 立案担当者は、以下のような考え方により、平成26年会社法改正後の現行法の条文の構造も、「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと解すべき理由になると考えているようである（坂本ほか・前掲注250・21頁、坂本編・前掲注250・339頁）。すなわち、平成26年会社法改正後の現行の会社法784条の2では、略式組織再編の場合は、法令定款違反の他に対価の不当性が差止事由として別途規定されているが（会社法784条の2第2号）、略式組織再編以外の場合にはそうではない。略式組織再編の場合にのみ特に差止事由が追加されているということは、略式組織再編の場合にのみ、対価の不当性を理由に差止めを求めることができることを意味していると考えべきである。略式組織再編以外の場合には対価の不当性を理由に差止めを求めることができないとすると、略式組織再編以外の場合に、対価の不当性を問題にしようとするような「法令」の解釈は採るべきではない。対価が不当な場合は、取締役の善管注意義務・忠実義務違反となりうるので、対価が不当なことを理由に差止めを求めることができないようにするために、「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと解すべきである。立案担当者はこのように考え、取締役の義務の規定は「法令」に含まれないという解釈を正当化するために、改正後の条文の構造に着目しているようである。しかし、本文中で述べるように、条文の構造からは、別の解釈も可能であるように思うので、条文の構造は決定的とはいえないだろう。

253) 例えば、法制審議会会社法制部会第7回会議（2010年11月24日開催）議事録49頁（鹿子木康委員発言）、同第12回会議（2011年8月31日開催）議事録36-37頁（鹿子木康委員発言）、39-40頁（田中亘幹事発言）、同第14回会議（2011年10月26日）32-33頁（高木弘明関係官発言）。

規定は含まれないと解釈すべきことが確認されており<sup>254)</sup>、含まれないというのがいわば公式見解となっている<sup>255)</sup>。

しかし、これらの理由にどれだけ説得力があるかは疑問である。まず第一に、名宛人の違いである。名宛人の違いに意味があるとも思えない<sup>256)</sup>。規範の名宛人も、規範の性質・目的も、実質的には異ならないと考えられるからである。規範の名宛人が形式的には異なるとしても、会社自身が行為できるわけではなく、会社の行為は取締役が行う必要がある。合併を行う場合もそうである。会社は取締役を通じてしか行為をすることができないのであり、取締役が会社を名宛人とする規範に違反する行為をしない限り会社も違反することはないのだから、合併の際の会社を名宛人とする規範も実質的には取締役を名宛人としているのと同じである。規範の性質・目的も実質的には同じである。会社を名宛人とする規範の多くは、会社や株主の利益を守るために設けられているのであり、取締役の善管注意義務・忠実義務も会社や株主の利益を守り向上させることを目的としているのだから、両者は共通の性質・目的を有しているといえる。合併の差止めは株主や会社の利益を守るための制度であるから、名宛人如何にかかわらず、合併の際に会社や株主の利益を守るために設けられている法規範が守られていないことが

---

254) 法制審議会会社法制部会第14回会議(2011年10月26日)32-33頁(高木弘明関係官発言)。

255) 岩原伸作『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔V〕商事法務1979号(2012年)9頁、14頁注43参照。

256) 会社を名宛人とする規範とそうでない規範に分けて考え、会社が名宛人となっていない規範について違反があった場合は、会社は法令に違反していないと考えることもできる。規範の名宛人が会社であるということは、その規範を会社に守らせようとしたことを意味していると考えられるので、このように形式的に考えたので十分であると思えなくもない。しかし、会社は取締役を通じてしか行為をすることができないのであるから、会社を名宛人とする規範に会社が違反するかどうかは、取締役次第である。規範の名宛人を会社とし、会社にその規範を守らせるようにするということは、取締役にその規範を守らせるようにしているのと実質的には同じである。規範の名宛人はいずれも取締役であると考えられることもできるように思う。会社を名宛人とする規範の多くは、会社や株主の利益を守るために設けられている。取締役の善管注意義務・忠実義務も、会社や株主の利益を維持・向上させることを目的としている。両者は共通の目的を有しており、規範の性質も実質的には変わらないように思える。形式的な名宛人の違いに着目して規範を区別するのであれば、その区別を正当化する実質的な理由が必要ではないか。この点については、田中・前掲注6・15-16頁とそこで引用されている文献も参照。名宛人の違いに着目する解釈が生み出さうな不整合については、松中・前掲注6・17頁参照。

差止事由であると考えらるべきである。そのため、会社法784条の2にいう法令違反には、合併を行う会社を名宛人とする規範に違反していることだけでなく、合併を行う際に取締役が従わなければならない規範に違反していることも含まれると考えるべきである。取締役は、合併を行う際も善管注意義務・忠実義務を負っており、それに違反しないようにしなければならないのであるから、合併を行う際に取締役が負っている義務に違反することもまた、会社法784条の2にいう法令違反であると考えらるべきである。

第二に、従来の解釈の踏襲である。従来の解釈を踏襲することが理由になるとも思えない。そもそも、平成26年会社法改正前の規定の一般的な解釈がどのようなものであったか自体が問題である。立案担当者は、改正前の略式組織再編の差止請求権の規定<sup>257)</sup>にいう「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないという解釈が一般的であったとしているが、そのような解釈が一般的とってよいか自体が疑問である<sup>258)</sup>。

仮に、改正前の略式組織再編の差止請求権の規定にいう「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないという解釈が一般的であったとしても、その解釈を現行法の略式組織再編以外の組織再編の差止請求権の規定の解釈にそのままあてはめてよいかは疑問である。条文構造が異なるからである。平成26年改正前会社法784条2項の構造は二段構えになっており、1号で法令・定款違反が、2号で著しい対価の不当性が差止事由とされていた。2号で対価の不当性自体が差止事由となっていたので、1号では対価の不当性を問題にする必要がないから、取締役の善管注意義務・忠実義務違反の規定は含まなくてよいという解釈になったとも考えられる<sup>259)</sup>。現行法の、略式組織再編以外の組織再編の差止請求権の規定は、このような二段構えの構造になっていない<sup>260)</sup>。条文構造が

---

257) 平成26年改正前会社法784条2項、796条2項。

258) 青竹正一「合併対価の不当性と合併の差止め」大塚龍児先生古稀記念『民商法の課題と展望』（信山社、2018年）176頁。

259) 例えば、松中・前掲注6・17頁。

260) 新設された他の差止請求権の規定も同様である。但し、株式等売渡請求の差止請求権の規定（会社法179条の7）では、略式組織再編と同様に、法令違反（1号）と対価の不当性（3号）の差止事由が号を分けて規定されている。

変わったということは、従来の解釈をそのまま当てはめるのではなく、別の解釈をする余地が生じたことを意味していると考えられることもできるように思う<sup>261)262)</sup>。

261) 会社法 210 条（募集株式の発行の差止請求権）の規定も、略式組織再編以外の組織再編の差止請求権の規定にいう「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと解釈すべき理由として挙げられるかもしれない。会社法 210 条 1 号の差止事由である法令違反の「法令」には、取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないという解釈が一般的であるとされている。酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第 3 巻 株式・2／新株予約権』（中央経済社、2009 年）142 頁〔伊藤靖史〕（1 号の「法令」は、会社を名宛人とする法令をいうとする）、神田秀樹編『会社法コンメンタール 5 株式(3)』（商事法務、2013 年）108-109 頁〔州崎博史〕。会社法 784 条の 2 の差止請求権の条文の構造・文言は、会社法 210 条と類似した構造・文言になっているので、会社法 210 条の解釈と同じように、差止事由となる法令違反の「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと解すべきであると考えられるかもしれない。

しかし、会社法 210 条の解釈がどれだけ参考になるかは疑問である。会社法 210 条の条文構造も、1 号と 2 号の二段構えになっており、2 号の方で取締役の善管注意義務・忠実義務違反に相当する事情をカバーすることができるから、1 号にいう「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと解してよい、と考えることもできるからである。そのように考えると、略式組織再編以外の組織再編の差止請求権の規定は二段構えの構造になっていないから、会社法 210 条のような二段構えの構造の条文の文言の解釈と同じように解釈する必要はない、と考えることもできる。この点については、高田・前掲注 6・53 頁注 34 も参照。

262) 平成 26 年会社法改正後は、略式組織再編の場合に対価の不当性を差止事由としている会社法 748 条の 2 第 2 号は、確認規定（注意規定）と考えることもできるように思う。略式手続の対象となる場合は、特別支配会社が取引の両方の側に立っており、特別支配会社とそれ以外の株主の間に構造的な利害対立がある場合である。特別支配会社は被支配会社の意思決定を左右することができる立場にあり、略式組織再編は対価の公正性が強く疑われる取引であるので、取引完了前に対価について司法審査の必要性があることを明らかにするために、対価の不当性が差止事由となることを注意的に規定した、と考えるのである。略式組織再編以外の場合は、支配株主による少数株主の締出しや MBO のように、構造的な利害対立がある場合もあれば、そうでない場合もある。対価の公正性が常に構造的に疑わしいというわけではないので、対価の不当性それ自体は差止事由としていないが、そのことは、対価の不正性を理由に差止めを求めることができないということの意味しているのではないと考えるべきである。略式組織再編以外の場合であっても、支配株主が少数株主を不当な対価で締出す場合は、会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利として差止めを求めることができるかもしれない。実際に、法制審議会の議論では、そのような可能性を排除していない。しかし、構造的な利害対立は、支配株主による少数株主の締出しのように、支配株主と少数株主の間に生じる場合だけでなく、MBO のように、取締役と株主の間に生じる場合もある。MBO の場合は、対価が不当な場合に会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利として差止めを求めることができない場合が多いと思われるので、取締役の義務違反を理由とする差止めの余地を残す解釈をする意味はあるように思う。後掲注 269 も参照。

第三に、対価の審査の困難性である。対価の審査が困難であるということも、説得的とはいええない。新設規定のいう「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと考えるのは、対価を審査するのが仮処分の手続では困難であるからとされている。仮処分手続で対価の審査を行うのは困難であるといっても、略式組織再編や株式等売渡請求の差止請求権の規定<sup>263)</sup>では対価の不当性が差止事由となっているので、仮処分だから対価の審査をすることが困難であるというのも説得的ではない<sup>264)265)</sup>。

第四に、法制審議会での議論である。法制審議会の議論に縛られる必要はないと思われる。全部取得条項付種類株式という、法制審議会での議論と全く異なった解釈・運用がなされている立派な前例があるからである。会社法制定の際の法制審議会では、もともとは、債務超過の場合にいわゆる100%減資を多数決で行うことができるようにする制度を設けることが意図されていた。紆余曲折を経て、その制度は全部取得条項付種類株式という形を取るようになった。法制審議会の議論によれば、文言上は全部取得条項付種類株式の利用場面は限定されていないが、導入の経緯から、正当な理由がある場合に限り利用できると解釈すべきであるとされていた<sup>266)</sup>。しかし、会社法制定後は、全部取得条項付種類株式は、いわゆる100%減資に用いられるよりも、MBOや支配株主が少数株主を締出するために用いられることが多く、導入した目的・意図とは全く異なった使い方がされている。当初予定していなかった利用方法が実務で定着しただけでなく、法制審議会でも議論されていた、正当な理由を必要とすることで全部取得条項付種類株式の利用場面を限定するという解釈が、裁判所で採られることもなかつ

---

263) 会社法784条の2第2号・796条の2第2号(略式組織再編)、会社法179条の7(株式等売渡請求)。

264) 但し、略式組織再編や株式等売渡請求の差止請求権は、対価が公正でないことではなく、対価が著しく不当なことが差止事由となっている。対価の公正性の判断は困難であるが、対価の著しい不当性の判断はそれほど困難ではないかもしれない。そうだとすると、対価が著しく不当であるかどうかであれば、差止めを求める仮処分手続においても判断可能である、ということはある。

265) ジュビターテレコム事件最高裁決定(最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁)後は、取締役の義務違反の有無を審査する際に対価の公正性を審査すべき場合は減るように思われるので、裁判所の抵抗感は薄らぐかもしれない。この点については、後掲注311参照。

た。このように、全部取得条項付種類株式という、法制審議会での議論と全く異なった解釈・運用がなされており、裁判所もそれを全く問題にしていない前例があるのだから、法制審議会での議論は参照すべき一つの意見に過ぎないと考えることに障害はないだろう。

以上述べたように、新設規定の「法令」には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないという解釈を正当化する決定的な理由はないように思われる<sup>267)</sup>。含まれないと考えるよりも、含まれると考える方が、カバーできる取引の範囲、差止めを求めることのできるタイミング、買収側に与えるインセンティブ、対象会社の一般株主の救済などの点で、デメリット<sup>268)</sup>よりもメリット<sup>269)</sup>が多いように思われるので、含まれると考えるべきである<sup>270)</sup>。

このように考える場合は、どの時点で取締役が善管注意義務・忠実義務に違反

266) 全部取得条項付種類株式が導入されるまでの経緯は複雑である。当初は、債務超過の会社が株主の多数決でいわゆる 100% 減資を行うことができるようにするための制度を導入することが企図されていた。その制度は、要綱試案の段階では、「定款に基づかない株主の多数決による強制償却」と呼ばれていた。「会社法制の現代化に関する要綱試案」(2013年10月29日)12頁(第4部・第3・6(2)②)(会社が債務超過である場合に限り、株主の多数決により、無償で株式の強制取得を認める制度が想定されていた)。それが、2004年6月の法制審議会の議論で、正当な理由のある場合に特別決議による全株式の無償償却を認める代わりに、株式買取請求権による救済を与える、という形に変わった。正当な理由というのは、合理的な再建計画を実現するための100%減資が想定されていた。法制審議会会社法(現代化関係)部会第26回会議(2004年6月30日開催)議事録参照。しかし、この案は最終案とはならなかった(法制上の理由とされる)。2004年11月の法制審議会の会議において、最終的な提案がなされた。事務局の提示した最終案では、全部取得条項付種類株式という制度に変わっており、正当な理由という言葉は落とされていた(法制上の理由というだけで、なぜこのような案になったのかについての具体的な理由の説明はなされていない)。事務局の説明では、正当な理由ということは条文に書かれなくても、100%減資の場合に限定的に適用される規定であるとされていた。法制審議会会社法(現代化関係)部会第31回会議(2004年11月17日開催)議事録参照(「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、……御了解いただけますでしょうか」との事務局の説明を受け、了解された)。全部取得条項付種類株式の導入の経緯については、藤田ほか・前掲注130・18頁(藤田友敬発言)も参照。

267) 「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定を含まないことを明確にしたければ、会社法784条の2第1号の文言を、例えば、「法令(第330条及び第355条を除く。)又は定款に違反する場合」とすることもできたはずである。しかし、そのようになっていないのは、公式見解以外の解釈を可能にする余地を残しておくためであったと考えられるようにも思う。

したことになるかも問題である。会社法360条の差止請求権を被保全権利とする場合は、取締役が法令に違反する行為をしたことだけでなく、そのような行為をするおそれがあることも要件となっているので、取締役が義務に違反しているかどうかは特に問題にする必要はないが、会社法784条の2などの新設規定の場合は、法令に違反するおそれではなく、法令に違反することが要件なので、義務に違反しているといえないと、この要件を満たさないことになってしまうからである。

M&A取引を行う場面での取締役の義務の内容は、最高利用者に対象会社が移転するようにするとともに、できるだけ有利な対価を獲得するように尽力することであると考えられる。最高利用者を探すための努力や、できるだけ有利な対価を獲得するための努力は、通常は、取引相手と取引条件(対価)が決まるまでになされることになる<sup>271)</sup>。対象会社の取締役により取引相手の選択と対価の決定がなされるのは、吸収合併の場合は、当事会社の間で合併契約が締結された時点であるから<sup>272)</sup><sup>273)</sup><sup>274)</sup>、原則として、この時点までになされた取締役の行為や判断が義務違反の有無を決することになる<sup>275)</sup><sup>276)</sup><sup>277)</sup>。従って、取締役が、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に違反しているかどうかは、通常は、合併契約締結の時点では、明らかになっていると考えられる<sup>278)</sup><sup>279)</sup>。

以上述べたように、合併を用いて一回の取引でMBOが行われる場合は、安い合併対価を内容とする合併契約が締結されており、取締役ができるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反していると考えられる場合は、会社法784条

---

268) デメリットもある。対象会社の取締役の義務違反の有無、特に対価の公正性という実体的側面を審査する必要があるのはデメリットといえる。しかし、これは審査方法の工夫である程度回避できるデメリットであると思われる。本稿の考え方のように、取締役の義務違反の有無を審査する際に、問題となった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分ければ、対価の公正性という実体的側面を審査しなければならない場合は減るからである。実際に、裁判所は、ジュピターテレコム事件最高裁決定の後には、取締役の義務違反の有無を審査する際に、手続の公正性の有無で審査方法を分けるようになると予想されるので、デメリットは小さいと思われる。この点については、後掲注311参照。なお、差止めが認められるために必要な要件を審査する順番によっては、対価の公正性の審査自体を回避しうる。この点については、Ⅲ3.を参照。

269) 含まないとしても、支配株主が少数株主を締出す場合のように、対象会社に支配株主がいて、支配株主と少数株主の間に構造的に利害対立が生じる場合は、会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利として、対価の不当性を理由に、合併の差止めができるかもしれない。しかし、会社法 831 条 1 項 3 号を被保全権利とする場合は、問題が少なくないように思う。

まず、カバーできる取引の範囲が狭いことである。一般株主との間に対価について構造的な利害対立が生じるのは、支配株主による少数株主の締出取引だけでない。MBO の場合も構造的な利害対立が生じるので、対価の不正を問題にすべきである。しかし、MBO を行う会社の株式（議決権）が分散保有されている場合は、会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利として差止めを求めることはできないだろう。取引開始前の MBO 取締役（と取締役連合）が保有する対象会社の株式（議決権）の割合が大きく、決議の結果を左右するほどでないと、特別利害関係人の議決権行使に「よって」決議が成立したとはいえないからである。

次に、タイミングである。会社法 831 条 1 項 3 号を被保全権利とした場合は、差止めを求めることができる時点が株主総会決議よりも後になってしまうと考えるのが素直である。しかし、これではタイミングが遅い場合がある。現行法の下では株主総会決議の日と合併の効力発生日を近接させることができるので、差止めを求めている時間的余裕がない場合もありうるからである。株主総会開催前に差止めを求めるようにすべきである。取締役の義務の規定が「法令」に含まれると解釈すれば、株主総会開催前に新設規定の差止請求権を被保全権利として差止めを求めることができる。ただ、タイミングの問題は、立法的に解決すべき問題である。平成 17 年改正前商法のように、効力発生日を合併の登記をした日とし、株主総会決議から効力発生日までに一定の期間を空けるようにする改正をすべきである。例えば、江頭・前掲注 238・373 頁注 7。株式併合など、端数処理の手法を用いる場合も同様である。

さらに、買取側に与えるインセンティブと、一般株主の救済の観点である。会社法 831 条 1 項 3 号の取消事由は、「不当な」決議ではなく、「著しく不当な」決議であるため、対価の公正性を確保するには不十分であるように思われる。現在の裁判所の考え方によれば、公正な対価を提示しなくても、それが著しく不当といえるほど安い対価でなければ、会社法 831 条 1 項 3 号の要件を満たさないと考えられる（インターネットナンバー事件〔東京地判平成 22 年 9 月 6 日金融・商事判例 1352 号 43 頁〕や吉本興業事件〔大阪地判平成 24 年 6 月 29 日金融・商事判例 1399 号 52 頁〕では、「著しく不当」とは対価が「著しく低廉」であることを意味するとされている）。そうだとすると、差止めが認められるのは対価が著しく安価な場合に限られ、公正でなくても差止められることはないのであるから、買取側は公正な対価を提示しようとはしないのではないか。会社法 831 条 1 項 3 号を被保全権利として差止めを求める裁判では、買取側に公正な対価を提示するインセンティブを付与することができないように思える。確かに、対価が公正でなければ、事後的に株式買取請求がなされ、公正な価格との差額を支払わなければならないかもしれない。しかし、差額を払う相手は株式買取請求をした株主に限られるので、支払う対価の総額を最小化したいのであれば、公正な価格よりも安い価格を提示するのが合理的である。株式買取請求以外に、公正な価格と現実の価格の差額が損害であるとして、買取側の責任を追及することも考えられる。取締役の責任を追及する場合は、取締役の責任が肯定される余地があるので、MBO の場合は、取締役の責任追及訴訟により買取側に公正な対価を提示するインセンティブを付与することができると思われる。ただ、この場合も、公正な価格と現

の2第1号の法令違反の要件を満たすと考えるべきである。

- (b) 「法令」に取締役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないと考える場合  
これまで述べてきたように、新設規定にいう「法令」には取締役の善管注意義務

---

実の価格の差額の賠償を受け取ることができるのは取締役の責任を追及する訴えを提起した株主だけなので、株主の救済という観点からは十分でないように思われる。

270) 飯田・前掲注6・80頁(「差止事由に取締役の義務違反が含まれるという解釈の余地は残されておくべきである。」、白井・差止請求権の拡充・218頁(「差止事由としての『法令』違反に、取締役の善管注意義務・忠実義務違反が含まれると解する余地を残すべきであろう。」、中東・前掲注6・13-14頁(「組織再編の差止事由としての『法令違反』には、善管注意義務違反もが(原文ママ)含まれると解するのが、同じ文言の取締役の違法行為差止請求権との整合性があり、実質的にも妥当ではなからうか)、青竹・前掲注258・178頁(「略式合併以外の合併の差止事由である法令違反は、会社を名宛人とする法令違反のみを意味するのではなく、取締役の善管注意義務・忠実義務違反も含まれると解すべきである。」)。

271) 合併契約を締結してから合併の効力が発生するまでの間に、よりよい取引相手を積極的に探したり、選択した相手との合併をやめたり、選択した取引相手と取引条件(対価)を再交渉したりすることができるかどうか、原則として、合併契約やそれに付随する契約によって定まると考えられる。例えば、合併契約締結後によりよい取引相手を積極的に探すことを対象会社に認める条項(go shop条項)や、合併契約締結後によりよい取引相手が新たに登場した場合に、既に締結した合併契約を解除し、新たな取引相手とのM&A取引を行うことができるようにすることによって、取締役の善管注意義務・忠実義務と契約上の義務とが衝突するのを回避する条項(fiduciary out条項)、対象会社に重大な不利益をもたらす事象が発生した場合に既に締結した合併契約を解除することを認める条項(material adversary change条項: MAC条項)、合併契約締結後の事情の変化により対価を見直すことを認める価格調整条項などを合併契約やそれに付随する契約に盛り込んでいる場合は、他のよりよい取引相手を探したり、取引相手を変えたり、取引条件(対価)を交渉したりすることもできる。このように、対象会社の取締役のイニシアチブにより合併契約締結後に取引相手や取引条件を見直すことができるかどうかは、原則として、合併契約締結の時点までに契約で定められることになるので、最善の取引相手と取引条件(対価)を獲得するための努力は、原則として、合併契約を締結するまでに終了していると考えられる。

272) 株主総会の決議により合併契約が承認されなければ、合併契約は有効とならず(森本滋編『会社法コメンタール17 組織変更、合併、会社分割、株式交換等(1)』[商事法務、2010年]102-103頁[柴田和史])、合併の効力が生じることはないから、当事会社間で合併契約が締結された時点では、取引相手と取引条件(対価)は確定していないと考えられる。しかし、ここで問題にしているのは、合併契約の効力が生じるのはいつの時点かではなく、取締役の努力が終わり、取締役による取引相手の選択や取引条件(対価)の決定が確定的になされたと考えられるのはどの時点かであるので、株主総会の承認決議の有無は関係ない。

務・忠実義務の規定が含まれると解釈することができると思われる。しかし、実際に裁判所がこのような解釈を採用する可能性は低いだろう。他ならぬ裁判所自身が含まれないという解釈を強く主張していたからである<sup>280)</sup>。そのため、以下では、吸収合併を用いて一回の取引で MBO が行われる場合を念頭に置いて、会社法 748 条の 2 にいう「法令」は会社を規範の名宛人とする法令を意味し、取締

273) 但し、合併契約締結後に、取引相手や取引条件（対価）が変わる可能性もありうる。合併契約締結後であっても、他の相手から買収提案がなされるかもしれないからである。新しい相手の方が最高利用者である可能性が高いため、当初の合併契約が相手方との合意により破棄され、新しい相手が取引相手として選択されるかもしれないし、取引相手が変わらない場合でも、新しい相手の提示する条件に負けないように、当初の買収者が取引条件を引き上げるかもしれない。合併契約締結の時点では、そのような新たな買収提案者が出現するかどうか分からないので、合併契約締結の時点では、取引相手や取引条件が完全に定まっているとはいえない。しかし、合併の差止めの可否を判断する時点で、そのような新たな買収提案者が出現していなければ、取引相手は合併契約を締結した相手であり、取引条件は合併契約で定められた条件であるので、合併契約締結の時点で取引相手と取引条件は定まっていると考えてよい。

274) 端数処理の手法を用いる場合はどうか。株式併合と全部取得条項付種類株式の取得は、その実施手続など、規制の実質は同じなので、株式併合を例に述べる。株式併合を行うには株主総会の承認決議が必要であるので、株式併合の実施や併合割合が最終的に確定するのは株主総会の時点であり、取引条件（対価の額）が確定するのは株式併合に伴う端数処理が終了した時点であると考えられる。しかし、対象会社の取締役による取引相手の選択と取引条件の決定は、原則として、MBO 実施のために株式併合を行うと決め、株主総会の議案の内容を決定した時点でなされると考えられる。

MBO を行うということは、M&A 取引の相手として、他の買収者ではなく、取締役連合を選択したということを意味する。取締役連合以外の株主が保有する株式を端数にすることができるような割合で株式を併合しないと MBO はできないから、そのような併合割合を株主総会の議案の内容として定めた時点で、MBO 実施を確定的に決めたことになり、対象会社の取締役による取引相手の選択は終わったと考えられる。株式併合を行う際は、株主総会の日の 2 週間前の日または株式併合の効力発生日の 20 日前のいずれか早い日までに、端数処理により株主に交付することが見込まれる金銭の額やその額の相当性に関する事項などを開示することが要求されている（会社法 182 条の 2、会社法施行規則 33 の 9）。株主総会の招集を決定する際にこれらの事項が決まっている場合は、その内容を株主総会参考書類に記載する必要がある（会社法施行規則 85 条の 3 第 3 号）。MBO の場合は、MBO の対価の額が公正であると株主に信じてもらい、多数の株主の賛成を得る必要があるから、通常は、株主総会参考書類にこれらの事項を記載することになるはずである。通常は、株主総会の招集を決定し、議案の内容を定めた時点で、対価の額も定まったと考えてよいと思われる。このように、株式併合を用いて一回の取引で MBO を行う場合、対象会社の取締役により取引相手の選択と対価の決定が確定的になされたのは、通常は、株式併合の議案の内容を決定した時点であると考えられるので、合併契約の締結に相当するのは、株式併合の議案の内容の決定であるといえる。

- 275) 対象会社の取締役によってなされる、最高利用者を探すための努力や、できるだけ有利な対価を獲得するための努力は、通常は、取引相手と取引条件（対価）が決まるまでに終わっていると考えられる。合併の場合、取締役による取引相手と取引条件の決定は、通常は、合併契約締結により確定的になされるので、取締役は、合併契約締結後は、原則として、最高利用者を探したり取引条件を交渉したりする努力をすることはしない。そのため、取締役が、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尽したかどうか、原則として、合併契約締結の時点までの事情で判断すべきである。これらの義務は、結果の実現が求められている結果債務的な内容の義務ではなく、結果の実現のために尽力することが求められている手段債務的な内容の義務なので、義務違反の有無は結果の実現のためにどのようなことがなされたかに着目して判断すべきであるからである。この点については、II 4.も参照。
- 276) 但し、合併契約締結後の事情により、対象会社の取締役は、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務やできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反しているとされることもありうる。新たに買収提案者が出現した場合は、対象会社の取締役は、既に合併契約を締結した相手と、新たに登場した相手のどちらが最高利用者である可能性が高いかを判断する必要に迫られる。そのため、取締役が、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に違反しているかどうかは、新たな提案者が出現した後の取締役の行為・判断により決せられることになる。合併契約締結後によりよい取引相手と思われる者から現実の買収提案がなされたにもかかわらず、それを検討せずに当初の合併を進めようとしている場合は、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務やできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に反しているとされることもあるだろう。この点については、III 1.(1)ii)②も参照。
- 277) 本稿の考え方では、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に取締役が違反しているかどうかを審査する際は、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方法を使い分けることになる。MBOの場面での取締役の義務の内容や義務違反の有無の審査方法については、III 1.(1)i)参照。

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は、差止めを求める裁判においては、どの時点までの事情に基づいて判断すべきか。本稿では、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるための要素（前提条件）は三つに分けて考えている。対象会社側の事情として、取締役レベルの独立性（独立した委員で構成される第三者委員会の賛成）、株主レベルの独立性（利害関係のない少数派の多数[majority of the minority: MOM]による賛成:MOMの条件）、買収者側の事情として、買収者のコミットメント（第三者委員会の賛成とMOMの賛成がない限り、MBOを行わないと予め公表していること）である。独立した委員で構成される第三者委員会の賛成があったかどうかは、合併契約締結時までに分かっている。買収者のコミットメントも、MBOの実施を公表する時点でなされる必要があるので、合併契約締結時には分かっている。しかし、MOMの条件が満たされたかどうか、すなわち実際にMOMの賛成があったかどうかは、株主総会が終わるまで分からない。MOMの賛成があったといえるために必要な情報開示が十分かつ適切になされているかどうか、合併契約締結時では分からない。その意味では、独立当事者間のM&A取引に相当するといえるかどうかは、株主総会終了の時点まで判断することができないとも考えられる。しかし、MOMの条件が設けられているかどうかや、「利害関係のない少数派」の定義が適切になされているかどうかは、買収側と対

役の善管注意義務・忠実義務の規定は含まれないという公式見解を前提にした場合に、取締役の義務をエンフォースし、安い対価で行われようとしている MBO を差止めることができるかどうかを考えていく<sup>281)</sup>。公式見解を前提とした場合でも、取締役会決議の無効を主張することで取締役の義務違反を問題にして、安

---

象会社の取締役（第三者委員会）の交渉で決まるので、合併契約締結の時点で判断可能である。差止めを求める仮処分の手続との関係では、合併契約締結の時点までの事情で、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かどうかを判断することができるかと考えるべきである。

278) 現在の裁判所の考え方によった場合も、同じように考えられるはずである。裁判所は、MBO における対象会社の取締役の責任追及がなされた事件において、対象会社の取締役は、企業価値の最大化を図る義務と、公正な企業価値の移転を図る義務（公正価値移転義務）を負うとしている（東京高判平成 25 年 4 月 17 日金融・商事判例 1420 号 20 頁〔レックス高裁判決〕、大阪高判平成 27 年 10 月 29 日金融・商事判例 1481 号 28 頁〔シャルレ大阪高裁判決〕）（但し、このことを判示しているのは MBO の事件であるので、M&A 取引全般について一般化することはできないかもしれない。しかし、Ⅲでは MBO について検討しているので、少なくともここでの議論には当てはまる）。企業価値最大化義務は企業価値を最大化するように尽力することを内容とする手段債務的な義務であり、公正価値移転義務も公正な企業価値の移転を図るという手段債務的な義務であると考えられるため、取締役がこれらの義務を尽したかどうかは取引相手と取引条件（対価）が決まるまでにどのようなことを行ったかで判断されるべきである。取引相手と取引条件が決まるのは、通常は、合併契約が締結された時点であると考えられるから、原則として、合併契約締結の時点までに取締役の義務違反があるかどうかが決まることになると思われる。

279) このように考えると、取締役の義務違反は、原則として、合併契約締結の時点までに生じていることになる。そのような義務違反を内包する合併（MBO）を中止したり、取締役連合以外のよりよい取引相手を選択したり、当初の取引条件（対価）を変更したりしない限りは、義務違反（違法）は継続することになる。そのようなことをせず、当初選択した相手と当初合意した条件で合併を行えば、それは取締役の義務違反のある、違法な合併（MBO）ということになると考えられる。

280) 前掲注 253 の文献の鹿子木委員の発言と、前掲注 255 の文献を参照。

281) 公式見解を前提とした場合に、対価が安い M&A 取引を差止めるための方法として模索されたのが、会社法 831 条 1 項 3 号による株主総会決議取消請求権を被保全権利として用いる方法である。会社法 831 条 1 項 3 号を被保全権利とする方法は、支配株主が少数株主を締出す場合には利用できるかもしれない。しかし、支配株主がいない対象会社で MBO が行われる場合は、会社法 831 条 1 項 3 号を用いて差止めることができる場合は多くないように思われる。MBO に参加する取締役（MBO 取締役）や取締役連合が対象会社の大株主であり、決議の結果を左右しうるほどの株式（議決権）を保有しているのでなければ、特別利害関係人が議決権行使をしたことによって、著しく不当な決議が成立したといえる場合は多くないように思われるからである。そのため、以下では、会社法 831 条 1 項 3 号を用いるのではなく、他の方法により差止めを求めることはできないかを考えていく。

い対価で行われようとしている MBO を差止めることができる場合があると思われる。取締役会の決議の内容が取締役の善管注意義務・忠実義務に違反するものであるなら、その決議は法令違反の決議であり、無効であるため、合併の手に瑕疵があると考えられるからである。

取締役会の決議の内容が法令・定款に違反する場合は、その決議は当然に無効であり、誰から誰に対しても、いついかなる方法でも、無効を主張できるとされている<sup>282)</sup>。その法令には取締役の善管注意義務・忠実義務の規定も含まれると考えられる<sup>283)</sup>。そのように考えないと、一定の場合に取締役会決議を要求した法の趣旨を没却するからである。一定の事項について会社としての意思を決定する際に、取締役会決議という会議体としての意思決定が必要とされるのは、会社や株主の利益を守るためであるから、会社や株主の利益に反する内容を決議したのでは、取締役会による意思決定を要求した法の趣旨に反することになる<sup>284)</sup>。取締役の善管注意義務・忠実義務も、会社や株主の利益を維持・向上させるために課されているのであり、取締役がその義務に違反する判断や行為を行えば、会社や株主の利益は害されうるのであるから、取締役の義務に違反する内容の決議をすることは、取締役会決議を要求することで会社や株主の利益を守ろうとした法の趣旨に反することになる。取締役会決議を要求した目的を損わないようにす

---

282) 江頭・前掲注 238・425 頁、落合編・前掲 149・299-300 頁〔森本滋〕。合併の差止めを求める仮処分の手続においても、その前提問題として、取締役会決議の無効を主張することができる。

283) 岩倉正和=大井悠紀「M&A 取引契約における被買収会社の株主の利益の保護——Fiduciary Out 条項を中心に——」岩倉正和=太田洋編著『M&A 法務の最先端』（商事法務、2010年）（初出は商事法務 1748号〔2005年〕37頁以下）148頁注 125（「決議内容が取締役の善管注意義務違反となる場合にもここにいう『法令』に違反する場合に該当する余地は十分にあるものと考えられる」）。

284) 取締役会で決議できる内容自体に、会議体としての意思決定を法が求めた趣旨から生じる制約があると考えべきである。そのため、会社や株主の利益に反する内容の決議はできないと考えべきであり、もしそのような内容が取締役会で決議されたとしたら、会議体としての意思決定を求めた趣旨を損わないように、そのような決議に対してはネガティブな評価を与え、無効であると考えべきである。取締役の善管注意義務・忠実義務に違反する行為や判断は会社や株主の利益を損うるのであるから、取締役の義務に違反する内容の取締役会決議はできないと考えべきであり、もしそのような内容の取締役会決議がなされたならば、それは無効な決議であると考えべきである。

るために、そのような決議に対してはネガティブな評価を与えるべきであるので、取締役の善管注意義務・忠実義務に違反する内容の取締役会決議は無効であると考えるべきである<sup>285)</sup><sup>286)</sup>。

合併を用いて一回の取引で MBO を行うには、いくつかの取締役会決議が必要となる。合併を行う際は、両当事会社において、合併契約の締結を承認する取締役会決議を行い、それに基づき代表取締役が合併契約を締結し、株主総会に提出する議案の内容と株主総会の招集の決定を取締役会決議によって行い、株主総会を開催して、合併契約を承認する株主総会決議を行う必要がある<sup>287)</sup>。以下で述べるように、合併契約の締結を承認する取締役会決議や、株主総会に提出する議案の内容を決定する取締役会決議は、その内容が取締役の善管注意義務・忠実義務に違反しているため、無効となる場合があると考えられる。

既に述べたように、MBO を行う場合も、他の M&A 取引の場合と同様に、対象会社の取締役は、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。義務違反の有無の審査方法は、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変えるべきであり、相当するといえない場合は、MBO の実体的な公平性が厳格に審査されるべきである。MBO の公平性が審査される場

285) 取締役会決議が無効であり、取締役会決議を欠くことになるとしても、取締役会決議を欠いた取引の効力が当然に無効となるわけではないから、取引の安全や予測可能性を害することにはならないと思われる。

286) このように考えると、行為や取引の効力を争う場面で、取締役の義務違反の有無の審査を行うことができるようになる。会社法の重要な目的（司法審査の目的でもある）は、取締役の利益相反の抑制にあるのだから、取締役の義務違反の有無に着目した審査するのが端的である。この点については、岩倉 = 大井・前掲注 283・148 頁注 125 も参照。さらに、玉井・前掲注 116・78-82 頁も参照。

287) 通常は、両当事会社で合併契約の締結を承認する取締役会決議がなされた後、代表取締役により合併契約が締結され、株主総会が招集され、合併契約を承認する株主総会決議がなされるという順番で、手続が進行すると考えられる。会社法の規定もこのような順番を想定した書きぶりになっている。例えば、会社法 782 条 1 項 1 号（事前開示の内容として、吸収合併契約の内容の開示が要求されている）、会社法施行規則 86 条 2 号（吸収合併契約の承認に関する議案を株主総会に提出する場合は、株主総会参考書類に吸収合併契約の内容の概要を記載する必要がある）。しかし、株主総会決議の後に合併契約を締結することも可能であると考えられている（但し、合併の効力発生前までに合併契約の締結がなされる必要はある）。森本編・前掲注 272・102-103 頁〔柴田和史〕。

合は、最高利用者が他にいると思われるのに取締役連合を取引相手として選択してMBOを行う場合や<sup>288)</sup>、安すぎる対価でMBOを行う場合は<sup>289)</sup>、取締役は義務に違反していることになる<sup>290)</sup>。対象会社の取締役が、誰とどのような取引条件で合併契約を締結するかによって、取引相手の選択と対価の決定がなされることになるので<sup>291)</sup>、取締役に義務違反があるのであれば、それは合併契約の内容に現れることになる<sup>292)</sup>。最高利用者でない者を相手方とする合併契約や、合併

---

288) 例えば、MBOを行おうとしているときに、取締役連合以外の別の買取者が対象会社に買収提案をしており、その買取者が提示する対価の額が取締役連合よりも高いため、別の買取者の方が対象会社の企業価値を高める相手（最高利用者）であると考えられるにもかかわらず、対象会社の取締役は取締役連合を取引相手として選択し、MBOを行おうとしている場合である。この場合は、対象会社の取締役は、最高利用者へ移転するようにする義務を果たしていない（できるだけ有利な対価を獲得するようにする義務も果たしていない）と考えられる。Ⅲ I. (1)ii)②参照。現金対価の吸収合併を用いて一回の取引でMBOを行う場合、対象会社の取締役による取引相手の選択と取引条件（対価）の決定が確定的になされるのは、原則として、合併契約締結の時点である。上記の例のように、最高利用者と思われる相手を合併契約の相手方として選んでおらず、より有利な対価を獲得する機会を放棄している場合は、合併契約締結までの時点で、取締役に義務違反があったと考えられる。そのような取引相手や取引条件を内容とする合併契約は、取締役の義務に違反することを内容としているから、そのような内容の合併契約の締結を承認する取締役会決議は、取締役の義務違反を内容とする決議であり、無効であると考えべきである。

289) 公平性の審査がなされない場合は、対価が安いからといって、取締役に義務違反があるとされるとは限らないが、本文では、議論を単純にするために、公平性の審査がなされ、対価が安い場合は取締役に義務違反があることになる場合を想定して議論を進めている。前掲注242も参照。なお、現在の裁判所の考え方によった場合は、MBOの対象会社の取締役は公正価値移転義務を負うから、対価が安い（公正でない）場合は、義務に違反したことになる。但し、将来的には、裁判所も、ジュピターテレコム事件最高裁決定の考え方を採用し、取締役の義務違反の有無を審査する際は、問題となったM&A取引の手続的公正性の有無に着目して審査方法を使い分けることになるとと思われる。そうなると、本稿の考え方とあまり変わらなくなるだろう。この点については、後掲注311も参照。

290) 既に述べたように、最高利用者へ対象会社が移転するようにするための努力やできるだけ有利な対価を獲得するようにするための努力は、原則として、取引相手の選択や対価の決定がなされる時点までに終わっている。通常は、誰とどのような条件で合併契約を締結するかによって、取引相手の選択と対価の決定がなされることになるので、取締役の義務違反の有無を審査する際は、原則として、合併契約締結までの事情により判断されることになると考えられる。そのため、合併契約締結の時点で、原則として、義務違反の有無は明らかになっていると考えられる。前掲注275も参照。

291) 但し、後から新たな買取者が出現する可能性はある。前掲注273参照。

292) 原則として、合併契約締結の時点までに取締役の義務違反が生じたことになり、そのような合併（MBO）を中止したり、M&A取引の相手や取引条件を変更したりしない限り、取締役の義務違反は継続することになると考えられる。前掲注279参照。

対価が安すぎる合併契約は、取締役の義務に違反していることを内容としているから、そのような合併契約の締結を承認する取締役会決議は、取締役の義務違反を内容とする決議であり、無効であると考えべきである。

合併契約の締結を承認する取締役会決議が無効であり、取締役会決議を欠くことは、合併の差止事由になると考えられる。合併を行うには、取締役会決議に基づき合併契約を締結し、株主総会決議によりその合併契約を承認する必要がある。合併契約の締結を承認する取締役会決議も、合併契約を承認する株主総会決議と並ぶ合併手続の構成要素であるから、その取締役会決議に瑕疵がある場合は、原則として、合併手続の瑕疵となると考えるべきである<sup>293)</sup><sup>294)</sup>。そのため、MBO実施のための合併契約の締結を承認する取締役会決議が無効であり、合併契約締結のための取締役会決議を欠いていることは、合併の手続に関する法令違反であり、合併の差止事由となると考えるべきである<sup>295)</sup>。

無効となるのは、MBO実施のための合併契約の締結を承認する取締役会決議だけではない。合併契約を承認するための株主総会の議案の内容を決定する取締役会決議もまた、取締役の義務違反を内容とするものであり、無効であると考えられる。株主総会を招集するには、株主総会に提出する議案の内容を取締役会決議により決定する必要がある<sup>296)</sup>。議案の内容となるのは、取締役会決議に基づき代表取締役によって締結された合併契約である。この合併契約が、最高利用者でない者を取引相手（合併契約の相手方）としていたり、安すぎる価格を合併対価としていたりするため、取締役の義務に違反することを内容としているのであれば、そのような合併契約を株主総会に提出する議案の内容として決定することもまた、取締役の義務に違反する内容を決議することになるので、無効な取締役会決議であると考えべきである。株主総会の議案の内容を決定する取締役会決議が無効であれば、株主総会を招集するために必要な取締役会決議を欠くことになるので、株主総会決議に瑕疵があることになる。合併契約を承認する株主総会

293) 上柳克郎 = 鴻常夫 = 竹内昭夫編集代表『新版注釈会社法 (13) 株式会社の解散・清算、外国会社、罰則』(有斐閣、1990年) 43-44頁 [今井宏] (「合併契約の締結は、……合併承認決議と並んで合併手続の構成要素をなすものであるから、合併契約締結に存する瑕疵は、原則として合併手続全体の瑕疵となると解するのが理論的である。」)。

決議に瑕疵があることは合併手続の法令違反であり、合併の差止事由であると考えられるので<sup>297)</sup>、株主の不利益の要件を満たせば、そのような合併は差止められることになる<sup>298)</sup>。

## ② 株主の不利益

新設規定のもう一つの要件は、株主の不利益<sup>299)</sup>である<sup>300)</sup>。MBOの対価が公正でなければ、株主は不利益を受けると考えられる。MBOの対象会社の株主は、MBO実施により、その保有する株式と引換えに金銭を交付され、対象会社の株主としての地位を失うことになる。対象会社から離脱する株主の利益は、その保有する株式と引換えに交付される対価の額次第である。会社法制定により、対象

---

294) 合併契約の締結を承認する取締役会決議の瑕疵は、株主総会の議案の内容と招集を決定する取締役会決議により治癒されると考えることもできるかもしれない。株主総会を招集するには、株主総会の議案の内容と招集を決定する取締役会決議が必要である。合併契約を承認するための株主総会を招集する際に、合併契約の内容自体が議案の内容として取締役会で審議・決議されることになるから、合併契約の締結を承認する取締役会決議に瑕疵があったとしても、株主総会の議案の内容と招集を決定する取締役会決議に瑕疵がなければ、合併契約の内容が取締役会決議で承認され、瑕疵は治癒されたと考えることができるからである。上柳ほか編集代表・前掲注293・44頁〔今井宏〕。このように考えると、合併契約の締結を承認する取締役会決議を欠いても、差止事由とならない場合があると考えられることができる。

しかし、瑕疵が治癒されたと考えることができるのは、取締役会決議を経ずに代表取締役が独断で合併契約を締結した場合のように、合併契約の内容自体に問題がない（合併契約が取締役義務違反を構成する内容を含んでいない）場合である。MBOの対象会社の取締役が、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務やできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反しており、そのことが合併契約の内容に現れている場合は、株主総会の議案の内容と招集を決定する取締役会決議により、合併契約締結を承認する取締役会決議の瑕疵が治癒されたと考えることはできないだろう。株主総会の議案の内容を決定する取締役会決議に瑕疵がないとはいえないからである。株主総会に提出する議案の内容は、合併契約の内容と実質的に同じであるため、合併契約の内容が取締役義務に反するものであれば、議案の内容もまた取締役義務に反するものとなる。合併契約が取締役義務に違反する内容を含んでいるなら、それを議案の内容として決定する取締役会決議もまた取締役義務に違反することを内容とする決議ということになるので、無効な決議というべきであるから、瑕疵が治癒されることはないと考えべきである。そのため、MBO実施のために締結される合併契約が取締役義務に違反することを内容としている場合は、取締役会決議の欠缺が治癒されることはないので、合併契約の締結を承認する取締役会決議が無効であるために取締役会決議を欠くことは、常に差止事由となると考えるべきである。

会社の株主は、対象会社の株主であり続ける権利を失い、その意に反して対象会

295) 合併を用いた一回の取引でMBOが行われる場合は、合併契約が無効であることも合併の差止事由であると考えることができる。合併契約が無効であることは合併の無効原因であるとされていることからすると、合併契約の無効は合併の差止事由となると考えることができるからである。

合併契約の締結を承認する取締役会決議が無効であれば、合併契約は取締役会決議を欠くことになる。取締役会決議を欠いた会社の行為や取引の効力は、当然に無効であると考えられているわけではない。取締役会決議を欠く会社の行為や取引の効力をどのように考えるかは、場面によって異なる。問題となった行為や取引の性質、会社の利益の保護と相手方の保護のバランスなど、様々な事情を考慮して決せられている。この点については、例えば、小出篤「会社法における『取引の安全』の機能」法律時報79巻8号(2007年)142頁参照。例えば、取締役会決議を欠く重要財産の処分は、原則として有効であるが、相手方が取締役会決議を経っていないことを知っていたまたは知ることができた場合は無効であると考えられている。例えば、江頭・前掲注238・431頁。取締役会の承認決議を欠く利益相反取引(直接取引)の場合は、その取引は無効であり、会社は直接の相手方に対して常に無効を主張できると考えられている。神田秀樹『会社法〔第21版〕』(弘文堂、2019年)234頁、江頭・前掲注238・448頁。

MBO実施のために締結される合併契約は、取締役会決議を欠く場合は、無効となると考えてよいと思われる。MBOの場合は、MBOに参加する取締役(MBO取締役)が取引の両方の側に立つといえるからである。MBO取引の相手方(合併契約の相手方)は、形式的には殻会社であるが、MBO取締役は殻会社に出資をし、重要な役割を果たしているから、殻会社はMBO取締役と実質的な同一性があると考えることができる。そのため、MBOの場合は、取締役会決議を欠く重要財産の処分よりも、利益相反取引に近い性質を有していると考えられるので、利益相反取引に引き付けて考えるべきである。利益相反取引は、直接の相手方との関係では、無効であると考えべきなので、合併を用いて一回の取引でMBOを行う場合に、取締役会決議を欠いた合併契約は無効であると考えられるべきである。

合併契約が無効であることは、合併の無効原因となると考えられている。上柳ほか編集代表・前掲注293・43-44頁〔今井宏〕(「合併契約の締結には取締役会の決議を要し、これを欠くときは合併契約の無効原因となることがあり、合併無効の原因となりうると解される」)。裁判所もそのように考えていると思われる。例えば、名古屋地判平成19年11月21日金融・商事判例1294号60頁(合併契約が錯誤無効であることが合併の無効原因であるとした)。合併の無効原因と差止事由はその大部分が重なるので(江頭・前掲注238・894頁)、合併契約の無効が合併の無効原因となるのであれば、それは合併の差止事由になると考えるべきである。

なお、合併契約の無効は、合併の差止めを求める対象会社の株主も主張することができる。上述のように、MBO実施のための合併契約は、利益相反取引に引き付けて考えるべきであり、利益相反取引は、直接の相手方との関係では、絶対的に無効であると考えられているからである。小出・前掲・143頁。そのため、対象会社の株主は、MBO実施のための合併の差止めを求める仮処分の手続において、差止事由として、合併契約の無効を主張することができると思われるべきである。

296) 会社法298条、会社法施行規則63条。

社の株主の地位を強制的に奪われることがありうるようになった。その代わり、その意に反して対象会社の株主の地位を失うことになる場合は、その保有する株式を手放すことと引換えに、公正な対価を受け取る権利を与えられることになったと考えられる<sup>301)</sup>。そのため、対価の額が公正な価格よりも安い場合は、権利を侵害され、対象会社の株主は不利益を受けると考えるべきである。

(ii) 保全の必要性

ここまで述べてきたように、MBO実施の対価として定められた額が安い場合、取締役が義務違反が生じており、そのままの条件でMBOを行うと対象会社の株主に不利益が生じるおそれがある場合は、新設規定の要件を満たすと考えられる。差止めの可否は、通常は、民事保全法23条2項の仮の地位を定める仮処分命令の申立ての手続で争われるので、新設規定の要件が満たされており、被保全権利

---

297) 江頭・前掲注238・892頁。株主総会の招集手続に法令違反があること自体が合併手続の法令違反であり、合併の差止事由であると考えた方がよいようにも思うが、規範の名宛人の問題をクリアするために、本文と注298では、株主総会の招集手続に法令違反があるために株主総会決議に瑕疵があることが合併手続の法令違反であり、合併の差止事由であるという考えを前提にしている。

298) 端数処理の手法を用いて一回の取引でMBOを行う場合はどうか。株式併合を用いる場合を例に考えてみる。株式併合の場合、対象会社の取締役による取引相手の選択と取引条件(対価)の決定が確定的になされるのは、原則として、株式併合の議案の内容が決定されたときであると考えられる。前掲注274参照。そのため、対象会社の取締役が、取締役連合が最高利用者でない可能性が高いにもかかわらず、取締役連合を取引相手として選択し、MBOを実施するために取締役連合以外の株主の保有する株式を端数にするような割合で株式併合を行おうとしていたり、株式併合に伴う端数処理で株主に交付される対価を安すぎる額に設定していたりする場合は、公平性の審査をする場合は、最高利用者へ対象会社が移転するようにする義務やできるだけ有利な対価を獲得するようにする義務に違反していることになる。そのような株式併合を行うことを内容とする議案は、取締役の義務に違反する内容を含んでいるのであるから、そのような内容の議案を株主総会に提出する議案として決定する取締役会決議は、取締役の義務に違反する内容を決議していることになり、無効であると考えられるべきである。株主総会の議案を決定する取締役会決議が無効であるから、株主総会の招集の際に必要とされる取締役会決議を欠いた、法令違反の株主総会招集手続となる。株主総会決議に瑕疵があることになるので、株式併合の手続に法令違反の瑕疵があり、株式併合の差止事由になると考えられる。

299) 会社が損害を受けることで間接的に株主が被る不利益ではなく、個別具体的な株主が直接受ける不利益をいうと考えられる。太田・野田・安井・前掲注6・3-4頁。

300) 条文の文言は「株主が不利益を受けるおそれがあるとき」である。

301) 例えば、藤田友敬「組織再編」商事法務1775号(2006年)4頁。

の存在が認められるとしても、保全の必要性がないと差止めの仮処分命令を発することはできない。提示されている対価が公正な価格ではないとしても、株式買取請求権<sup>302)</sup>を行使すれば、事後的に填補を受けることが可能であるから、保全の必要性はないようにも思える。しかし、株式買取請求権があることが、保全の必要性を否定することになると考えるべきではない。現在の株式買取請求権は十分な救済方法とはいえないからである<sup>303)</sup>。株式買取請求権を行使するには、事前の反対通知などの手続的要件を満たす必要があるだけでなく、株式価格の鑑定費用など、大きな費用を負担しなければならない。小規模な株主の場合は、費用倒れになる可能性が高く、実効的な救済とは言い難い。現行法の下では、株式買取請求権があるということを理由に、保全の必要性を否定するべきではないと思われる<sup>304)305)</sup>。

### (iii) 仮処分命令の内容

新設規定の差止請求権の要件を満たすのであれば、差止請求の対象となっている会社の行為をやめるように求めることができる。MBO が合併を用いて行われる場合は、会社法 784 条の 2 の要件と民事保全法 23 条 2 項の要件を満たしていれば、合併自体をやめるように命じることができる。そうすることで、MBO を差止めることができる。全部取得条項付種類株式の取得や株式の併合を用いて MBO が行われる場合も、同様である。

## 3. MBO の差止めを求める裁判の意味

これまで述べてきたように、実際に MBO を差止めることができる場合もあり

302) 全部取得条項付種類株式の取得の場合は、価格決定の申立て（会社法 172 条）である。

303) この点を指摘する文献は多い。例えば、飯田・前掲注 6・77 頁、白井・差止請求権の拡充・210 頁。

304) 例えば、弥永・前掲注 4・628 頁注 6 参照。

305) 対象会社から強制的に締出された株主全員に対して、事後的に、公正な価格と現実の価格との差額が支払われるのであれば、対価が安いことを理由に差止めを認める必要性は乏しい。そのため、例えば、会社法を改正し、差額支払義務を買収者に課す規定を新たに設けることも考えられる。しかし、現在はそのようになっていないので、対価が安いために差止めを認めるべき場合もあるように思われる。

うと考えられる。MBOが公開買付けを前置する二段階の取引で行われる場合は、(1)対象会社の企業価値を低下させるようなMBOが行われようとしている場合、(2)複数の買収提案が現実になされている場合に、対象会社の企業価値をより高められる取引相手ではなく、取締役連合が取引相手として選択され、MBOが行われようとしている場合、(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がなされず、漫然とMBOが行われようとしている場合は、MBO実施のための公開買付けを行うのに必要な行為<sup>306)</sup>をやめるように命じることができると考えられる。MBOが合併や株式併合などを用いて一回の取引で行われる場合は、上記の場合に加えて、(4)MBO実施により対象会社から締出される株主に交付される対価が安い(不公正な)場合も、MBO実施のための合併や株式併合などをやめるように命じることができると考えられる。

現在の日本では、MBOは二段階の取引で行われることがほとんどなので、対価が安い(不公正な)ためにMBOを差止めることができる場合はほとんどないように思われる<sup>307)</sup>。MBO実施により対象会社から締出される株主にとって最も重要なのは、MBO実施により交付される対価の額であり、MBOの差止めを求めるのは対象会社の株主であるので、対価が安いこと(不公正)を理由にMBOの差止めを求めることができないのであれば、MBOの差止めを求める裁判にはあまり意味がないようにも思える<sup>308)</sup><sup>309)</sup>。しかし、裁判所の審査方法を工

---

306) 公開買付けに対する対象会社の意見表明は、買収者が公開買付けを行うために必要な行為ではないが、賛同意見の表明をやめるように命じることで間接的にMBO実施のための公開買付けをやめるように促すことができると思われる。この点については、Ⅲ 1.(3)(ii)参照。

307) 対価が安い場合に、二段階の取引で行われるMBOを差止めることができる場合もありうる。例えば、複数の買収提案が現実になされている場合に、競争する取引相手よりも安い対価を提示している取締役連合を選択してMBOを行おうとしている場合である。この点については、Ⅲ 1.(1)(ii)参照。

308) 二段階の取引でMBOが行われる場合も、本文で述べたような場合には、MBOを差止めることができると思われる。そのような場合にMBOが差止められるのは、サブオプティマルな取締役連合に対象会社が移転するのを防ぐことになりうるので、経営資源の配分的効率性が損われず、社会的な観点からは、望ましいように思われる。しかし、対象会社の株主が差止めを求めなければ、このようなMBOの差止めを求める裁判に本来求められるべき社会的に望ましい機能が果たされることはない。社会的な観点からも、対象会社の株主にMBOの差止めを求めるインセンティブを付与するようにはすべきである。

夫すれば、二段階の取引で MBO が行われる場合であっても、MBO の差止めを求める裁判に意味を持たせ、対象会社の株主に差止めを求めるインセンティブを与えることはできるように思う。

MBO の差止めを求める裁判が意味を持つかどうかは、裁判所の審査方法（審査の順番）次第である。裁判所は、審査の順番によっては、簡単に結論を出すこともできるからである。MBO が二段階の取引で行われる場合は、会社法 360 条の差止請求権を被保全権利とする仮処分命令の申立てにより差止めを求めることになると思われる。この場合、会社に損害が生じるおそれがないと、差止めのための要件を満たさない。MBO を行うことで対象会社に損害が生じると考えられるのは、上記の(1)から(3)のような例外的な場合に限られるので、会社法 360 条の差止請求権が認められることは限定的だろう。そのため、多くの場合、裁判所は、保全の必要性や会社の損害の要件から判断すると、すぐに結論を出すことができる。しかし、そのような順番で判断するのでは、差止めを求める裁判はほとんど意味がないことになってしまう。そうではなく、会社法 360 条の法令違反（取締役の義務違反）の要件から審査すると、MBO の差止めを求める裁判に意味を持たせることができるように思う。MBO が二段階の取引で行われる場合、対価が安いために MBO の差止めが認められることはほとんどないかもしれないが、対価の額が裁判所の精査の対象となり、対価が安いために取締役に義務違反があると判断されることはありうるからである<sup>310)</sup>。

本稿の考え方では、取締役の義務違反の有無は、段階的に審査されることになる<sup>311)</sup>。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の前提条件を満たしているかどうかがまず審査される。そのような前提条件を満たしていないのであれば、MBO の実体的な公平性が厳格に審査される。その場合は、対価の額それ自体も裁判所の精査の対象となり、対価が公平でない場合は、取締役に義務違反があることになる。取締役に義務違反はあっても、会社の

309) 本文では、MBO の差止めを求める裁判の意義を、MBO で締出される対象会社の株主の観点から述べている。これは、MBO の差止めを求めるのが対象会社の株主であるからである。対象会社の株主以外の、対象会社、対象会社の取締役、裁判所、社会全体にとっても、MBO の差止めを求める裁判には一定の意義があると考えられる。

310) この点については、例えば、飯田・前掲注 6・79-80 頁も参照。

損害の要件を満たさなければ、差止めは認められないが、上述のように、会社の損害が観念できる場合は限定的である<sup>312)</sup>。しかし、裁判所に価格が安いために取締役の義務違反があると判断されたMBOをそのままの条件(対価)で行えば、MBO完了後に、取締役の責任を追及する訴えが提起される可能性は高いだろう。実際に取締役の責任が肯定される可能性も否定できない<sup>313)</sup>。取締役連合(MBO取締役)がMBOを行いたいのであれば、責任を負う可能性を避けるために、取引条件を改善するようにするだろう。責任を負う可能性が低いと考えた場合でも、取引条件を見直さざるを得ないだろう。MBOを完了するには対象会社の株主の多数の賛成を得る必要があるが、裁判所に不公正と評価された取引条件では株主の賛成を得られるとは思えないからである。取締役連合は、MBOを行いたいのであれば、取引条件を見直し、対価の額を上げてMBOを行うようにするはずである<sup>314)</sup>。MBOの進行自体はとめることができなくても、取引条件(対価)の改善を実現できる場合がありうるのであれば、対象会社の株主は差止めを求めようとするだろう。MBOの差止めを求めることで、価格改善(取引条件の改善)を促す効果を期待できる場合がありうると思われる。

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ど

---

311) III 1.(1)(i)②参照。ジュピターテレコム事件最高裁決定後は、裁判所も同じような審査方法を用いることになると思われる。ジュピターテレコム事件の最高裁の考え方によると、まず公正な手続で取引が行われたかどうか審査され、公正な手続でないされると、取引の実体的な公正性が審査されることになる。ジュピターテレコム事件は、大株主(支配株主)が二段階の取引で少数株主を締出した事案において全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立て(会社法172条)が行われた事案であり、差止めが求められた事案ではない。しかし、手続的な公正性の有無で審査方法を使い分けるという考え方には普遍性があるので、差止めの可否を判断する際に取締役の義務違反の有無を審査する場合も、手続的な側面に着目して段階的な審査が行われる可能性が高いと思われる。

312) 裁判所は、取締役の義務違反を肯定しても、多くの場合は会社の損害の要件が満たされないため、実際にMBOを差止めることになるわけではないから、義務違反という判断を示すのに躊躇せず、義務違反かどうかを素直に判断できるのではないかと。

313) 責任の有無を判断する裁判所と差止めの可否を判断する裁判所は異なるし、手続も異なるので、取締役の義務違反の有無について同じ結論になるとは限らない。しかし、対象会社の取締役は、差止めの可否を判断する裁判所に義務違反があると判断された場合は、責任追及訴訟においても取締役の義務違反が肯定される可能性は低くないと保守的に予想し、取引条件を改善するようになるとと思われる。

314) しかし、MBO自体をやめることもありうる。

うか。この場合は、取締役の判断の過程や取引の形成過程が合理的であるかを主に審査することで、取締役の判断の合理性が審査される。この場合も、取締役に義務違反があるとされても、会社法 360 条の会社の損害の要件を満たさなければ、差止めが認められることはない。しかし、取締役に義務違反があるとされたということは、取締役の判断過程や取引の形成過程が合理的でなく、取締役の判断は合理的ではないと評価されたことを意味する。株主は、取引の条件（対価）が合理的な過程を経て形成されたものでなければ、そのような対価は公正な価格ではないと思う可能性は高い。株主の多数の賛成が得られなければ MBO は実現できないのであるから、MBO 実施を望む取締役（取締役連合）は、取引条件（対価）を改善したり、株主の疑念を晴らすための追加的な情報開示を行ったりするようにするだろう。

このように、裁判所は、MBO の差止めを求める裁判において、取締役の義務違反の有無の審査を通じて、MBO に評価を加えることになる。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かどうかを評価し、さらに、公平性の審査が行われる場合は取引自体が公平かどうかを、合理性の審査が行われる場合は取締役の判断過程や取引の形成過程が合理的かどうかを評価することになる。裁判所は、取引の質について評価する機能を果たしうるのである。さらに、裁判所は、MBO の差止めの可否についての理由を公表することで、取引の質について、中立的な立場から、信頼性の高い情報提供を行うことができる。裁判所がネガティブな評価をした場合は、対象会社の株主の MBO に対する評価もネガティブに変わり、MBO の成功の可能性が低くなりうるので、効率性や公正性を欠く MBO の実現を抑制しうる。裁判所からネガティブな評価を受けないようにするために、取締役連合は当初から効率的で公正な取引を行うようにしたり、差止めを求める裁判で裁判所からネガティブな評価を受けた場合は、取引相手を見直したり、取引条件を改善しようとするだろう。裁判所は、差止めを求める裁判において、取締役の義務違反の有無の審査を通じて、取引の質を評価し公表することで、取締役の義務を事実上エンフォースし、効率的で公正な取引が行われるように間接的に促す機能を果たしうるのである。

裁判所がこのような機能を果たしうるかどうかは、裁判所の審査方法（審査の

順番)次第である。裁判所は、差止めの可否について結論を出すためには、取締役の義務違反の有無を判断する必要はない場合がほとんどだからである。MBOの差止めは、民事保全法23条2項の仮の地位を定める仮処分命令の申立てによって行われる。仮処分命令が発せられるためには、被保全権利の存在と保全の必要性があることが必要である。保全の必要性から判断すると、会社に損害が生じるため保全の必要性がある、といえる場合は多くないので、すぐに結論出してしまう。裁判所が取引評価機能や情報提供機能を果たすのであれば、被保全権利の有無から審査するようにはすべきである。被保全権利である会社法360条の差止請求権の有無を審査する場合も、会社の損害の要件から審査すると、会社の損害が認められる場合は多くないので、簡単に結論が出せてしまう。法令違反(取締役の義務違反)の要件から審査すべきである。差止めの仮処分命令が認められるための要件を判断する順番は決まっているわけではないので、裁判所が保全の必要性や会社の損害の要件から判断すると、裁判所は取引過程評価機能や情報提供機能、取引条件改善機能を果たすことはできない<sup>315)</sup>。MBOの差止めを求める裁判が意味を持つかどうかは、裁判所の審査方法次第である<sup>316)</sup>。

---

315) 実際に、二段階買収の第二段階の取引として行われた全部取得条項付種類株式の取得の差止めの可否が争われたアムスク事件(東京地決平成25年7月17日〔判例集未登載〕)(弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得差止め」ジュリスト1459号〔2013年〕2頁で紹介されている)では、裁判所は保全の必要性から判断して簡単に結論を出している。但し、アムスク事件では、株主総会決議後に株主総会決議取消請求権を被保全権利として申立てがなされているので、保全の必要性から判断したと考えることもできるかもしれない。

316) 本来であれば、合併検査役や英国のテイクオーバーパネルのように、M&A取引の形成過程で関与し、効率的で公正なM&A取引の実現を担保しうる第三者的な中立の機関があるのが望ましいように思う。M&A法制の目的を実現する端的な方法であると思われるからである。M&A法制の目的は、効率的な経営資源の配分とM&A取引によって創造される価値の公正な分配にあると考えられる。IIで述べたように、このような目的を阻害する主な要因は取締役の利益相反であると思われるので、M&A取引の形成過程における取締役の利益相反を抑制すべきである。M&A取引の形成過程で関与し、取締役の利益相反をコントロールすることにより、M&A取引を通じた経営資源の効率的な配分と価値の増加分の公正な分配がなされるように促す中立的な機関があれば、M&A法制の目的実現に資する。しかし、現在の日本にはそのような機関は存在しないし、そのような機関が創設されることも期待し難い。本稿では、差止めの仮処分の手続を用いることで、裁判所がそのような機能・役割を果たすことができないかを検討してきた。これまで述べてきたように、現在の日本法の下でも、裁判所がそのような役割を果たすことも理論的には可能であると思うが、実際には難しいだろう。